

Перспективы развития мировой экономики

Возобновление роста, сохранение рисков



АПРЕЛЬ **12**

Обзоры мировой экономики и финансов

ПЕРСПЕКТИВЫ РАЗВИТИЯ МИРОВОЙ ЭКОНОМИКИ
Апрель 2012

Возобновление роста, сохранение рисков



Международный Валютный Фонд

©2012 International Monetary Fund
Перевод на русский язык ©2012 Международный Валютный Фонд

Издание на английском языке
Обложка и дизайн: Луиса Менхивар и Хорхе Саласар
Компьютерная верстка: Maryland Composition

Издание на русском языке подготовлено Службой переводов МВФ

Cataloging-in-Publication Data

World economic outlook (International Monetary Fund). Russian

Перспективы развития мировой экономики. — Washington, DC : Международный Валютный Фонд.

v. ; 28 см. — (Обзоры мировой экономики и финансов, 0256-6877)

Semiannual. Some issues also have thematic titles.

Has occasional updates, 1984–.

1. Economic development — Periodicals. 2. Economic forecasting — Periodicals.
3. Economic Policy — Periodicals. 4. International economic relations — Periodicals.
I. International Monetary Fund. II. Series: Occasional paper (International Monetary Fund).
III. Series: World economic and financial surveys.

HC10.80

ISBN 978-1-61635-246-2 (English)

ISBN 978-1-61635-272-1 (Russian)

ISBN 978-1-47558-706-7 (English ePUB)

Просьба присылать заказы по адресу:
International Monetary Fund, Publication Services
P.O. Box 92780, Washington, DC 20090, U.S.A.
Тел.: (202) 623-7430 Факс: (202) 623-7201
Электронная почта: publications@imf.org
www.imfbookstore.org
www.elibrary.imf.org



Напечатано на бумаге из вторичного сырья

СОДЕРЖАНИЕ

Допущения и условные обозначения	ix
Дополнительная информация и данные	x
Предисловие	xi
Введение	xiii
Аналитическое резюме	xv
Глава 1. Мировые перспективы и меры политики	1
Последние изменения	1
Что произошло в зоне евро?	3
Перспективы	5
Риски	14
Задачи политики	20
Специальный раздел. Обзор рынка биржевых товаров	29
Литература	50
Глава 2. Перспективы стран и регионов	51
Европа: кризис, спад и цепная реакция	52
США и Канада: некоторое оживление	58
Азия: темпы роста становятся более умеренными	62
Латинская Америка и Карибский бассейн: по глассе к стабильному росту	66
Содружество Независимых Государств: цены на биржевые товары являются основным каналом передачи вторичных эффектов	70
Ближний Восток и Северная Африка: рост остановился, перспективы неопределенны	73
Африка к югу от Сахары: стойкость не должна породить успокоенность на достигнутом	76
Специальный раздел о вторичных эффектах. Международные вторичные эффекты вследствие сокращения заемных средств банками зоны евро	81
Литература	94
Глава 3. Решение проблемы задолженности домашних хозяйств	95
Как задолженность домашних хозяйств может сдерживать экономическую активность	98
Решение проблемы задолженности домашних хозяйств: ситуационные исследования	107
Краткие выводы и последствия для прогноза	124
Приложение 3.1. Составление данных и источники данных	125
Приложение 3.2. Статистическая методология и проверки устойчивости	126
Литература	133
Глава 4. Колебания цен на биржевые товары и страны-экспортеры биржевых товаров	137
Колебания цен на биржевые товары и макроэкономические показатели	141
Факторы, влияющие на рынки биржевых товаров, и их макроэкономические последствия	149
Оптимальные ответные меры налогово-бюджетной политики на шоки рынков биржевых товаров	155
Глобальные вторичные эффекты внутренней экономической политики стран-экспортеров биржевых товаров	161

Заключение и основные уроки экономической политики	164
Приложение 4.1. Описание данных	165
Приложение 4.2. Статистические характеристики циклов цен на биржевые товары	170
Приложение 4.3. Описание модели векторной авторегрессии	171
Приложение 4.4. Основные характеристики ГИМФ и ее применение в случае небольшой страны-экспортера нефти с открытой экономикой	175
Литература	182
Дополнение. Обсуждение перспектив на заседании исполнительного совета МВФ, март 2012 года	185
Статистическое приложение	189
Исходные предположения	189
Новое	190
Данные и правила	190
Классификация стран	191
Общие характеристики и структура групп стран в классификации издания «Перспективы развития мировой экономики»	192
Таблица А. Классификация по страновым группам «Перспектив развития мировой экономики» и их долям в агрегированном ВВП, экспорте товаров и услуг и численности населения, 2011 год	193
Таблица В. Страны с развитой экономикой по подгруппам	194
Таблица С. Европейский союз	194
Таблица D. Страны с формирующимся рынком и развивающиеся страны по регионам и основным источникам экспортных доходов	195
Таблица E. Страны с формирующимся рынком и развивающиеся страны по регионам, чистой внешней позиции и отношению к группе бедных стран с высоким уровнем задолженности	196
Вставка А1. Исходные предположения относительно экономической политики, лежащие в основе прогнозов по отдельным странам	198
Перечень таблиц	204
Объем производства (Таблицы А1-А4)	205
Инфляция (Таблицы А5-А7)	213
Финансовая политика (Таблица А8)	219
Внешняя торговля (Таблица А9)	220
Текущие операции (Таблицы А10-А12)	222
Платежный баланс и внешнее финансирование (Таблицы А13-А14)	229
Движение средств (Таблицы А15)	231
Среднесрочный базисный сценарий (Таблицы А16)	235
«Перспективы развития мировой экономики», отдельные темы	237
Вставки	
Вставка 1.1. Доля рабочей силы в Европе и США во время Великой рецессии и после нее	39
Вставка 1.2. Восстановление мировой экономики: каково текущее состояние?	41
Вставка 1.3. В каком направлении движется внешний профицит Китая?	46
Вставка 2.1. Взаимосвязи между востоком и западом и вторичные эффекты в Европе	91
Вставка 3.1. Корпорации кредитования домовладельцев США (ККД)	128
Вставка 3.2. Реструктуризация задолженности домашних хозяйств в Исландии	130
Вставка 4.1. Макроэкономические последствия шоков цен на биржевые товары для стран с низкими доходами	177
Вставка 4.2. Нестабильные цены на биржевые товары и задачи по развитию в странах с низкими доходами	180
Вставка А1. Исходные предположения относительно экономической политики, лежащие в основе прогнозов по отдельным странам	198

Таблицы

Таблица 1.1. Общий обзор прогнозов «Перспектив развития мировой экономики»	2
Таблица 1.СР.1. Доля дисперсии цен на биржевые товары, связанная со статическими общими факторами	30
Таблица 1.СР.2. Мировой спрос на нефть и мировое производство нефти по регионам	36
Таблица 1. СР.3. Средние значения и стандартные отклонения производства нефти	37
Таблица 1.3.1. Оценки вклада в сокращение профицита счета текущих операций Китая, 2007–2011 годы	48
Таблица 2.1. Отдельные страны Европы: реальный ВВП, потребительские цены, сальдо счета текущих операций и безработица	55
Таблица 2.2. Отдельные страны с развитой экономикой: реальный ВВП, потребительские цены, сальдо счета текущих операций и безработица	61
Таблица 2.3. Отдельные страны Азии: реальный ВВП, потребительские цены, сальдо счета текущих операций и безработица	64
Таблица 2.4. Отдельные страны Западного полушария: реальный ВВП, потребительские цены, сальдо счета текущих операций и безработица	69
Таблица 2.5. Содружество Независимых Государств: реальный ВВП, потребительские цены, сальдо счета текущих операций и безработица	72
Таблица 2.6. Отдельные страны Ближнего Востока и Северной Африки: реальный ВВП, потребительские цены, сальдо счета текущих операций и безработица	76
Таблица 2.7. Отдельные страны Африки к югу от Сахары: реальный ВВП, потребительские цены, сальдо счета текущих операций и безработица	79
Таблица 3.1. Поддержанные правительствами программы внесудебной реструктуризации задолженности в отдельных странах, вошедших в ситуационные исследования	116
Таблица 3.2. Реальное потребление после спадов на рынке жилья: устойчивость показателей	127
Таблица 4.1. Средние экономические показатели стран – чистых экспортеров биржевых товаров, 1970–2010 годы	143
Таблица 4.2. Экономические показатели чистых экспортеров биржевых товаров в 2000-х годах	144
Таблица 4.3. Зависимость между колебаниями цен на биржевые товары и банковскими кризисами в странах-экспортерах биржевых товаров	145
Таблица 4.4. Динамическое воздействие шоков мировых рынков биржевых товаров	151
Таблица 4.5. Внутренние макроэкономические последствия шоков мировых рынков биржевых товаров	153
Таблица 4.6. Сопоставление инструментов налогово-бюджетной политики при перманентном увеличении нефтяных роялти	163
Таблица 4.7. Доля биржевых товаров в экспорте	168
Таблица 4.8. Статистические характеристики реальных цен на биржевые товары	172
Таблица А1. Сводные данные о мировом объеме производства	205
Таблица А2. Страны с развитой экономикой: реальный ВВП и совокупный внутренний спрос	206
Таблица А3. Страны с развитой экономикой: компоненты реального ВВП	207
Таблица А4. Страны с формирующимся рынком и развивающиеся страны: реальный ВВП	209
Таблица А5. Сводные данные по инфляции	213
Таблица А6. Страны с развитой экономикой: потребительские цены	214
Таблица А7. Страны с формирующимся рынком и развивающиеся страны: потребительские цены	215
Таблица А8. Основные страны с развитой экономикой: сальдо бюджета и долг сектора государственного управления	219
Таблица А9. Сводные данные по объемам и ценам мировой торговли	220
Таблица А10. Сводные данные о сальдо по счетам текущих операций	222
Таблица А11. Страны с развитой экономикой: сальдо счета текущих операций	224
Таблица А12. Страны с формирующимся рынком и развивающиеся страны: сальдо счета текущих операций	225

Таблица A13. Страны с формирующимся рынком и развивающиеся страны: чистые финансовые потоки	229
Таблица A14. Страны с формирующимся рынком и развивающиеся страны: частные финансовые потоки	230
Таблица A15. Страны с формирующимся рынком и развивающиеся страны: резервы	231
Таблица A16. Сводные данные об источниках и использовании мировых сбережений	235

Рисунки

Рисунок 1.1. Показатели мировой экономики	3
Рисунок 1.2. Последние изменения на финансовых рынках	4
Рисунок 1.3. Текущие и перспективные индикаторы	5
Рисунок 1.4. Условия в странах с формирующимся рынком	6
Рисунок 1.5. Условия на рынках кредита	7
Рисунок 1.6. Вторичные эффекты зоны евро	8
Рисунок 1.7. Денежно-кредитная и налогово-бюджетная политика	9
Рисунок 1.8. Балансы и нормы сбережения	12
Рисунок 1.9. Мировая инфляция	13
Рисунок 1.10. Страны с формирующимся рынком	14
Рисунок 1.11. Глобальные дисбалансы	15
Рисунок 1.12. Риски для перспектив развития мировой экономики	16
Рисунок 1.13. Риски рецессии и дефляции	17
Рисунок 1.14. Сценарий ПРМЭ со снижением темпов роста в случае усиления напряженности в финансировании банков и суверенных заемщиков в зоне евро	18
Рисунок 1.15. Сценарий ПРМЭ со снижением темпов роста в случае нарушения мирового предложения нефти	19
Рисунок 1.16. Сценарий ПРМЭ со снижением темпов роста в случае переоценки потенциального роста производства в странах с формирующимся рынком	20
Рисунок 1.17. Сценарий ПРМЭ с повышением темпов роста	21
Рисунок 1.18. Индикаторы перегрева экономики стран Группы 20-ти	26
Рисунок 1.19. Требования к политике в странах с формирующимся рынком	27
Рисунок 1.СР.1. Цены на биржевые товары и мировая экономика	29
Рисунок 1.СР.2. Китай: последние изменения на рынке биржевых товаров	32
Рисунок 1.СР.3. Предложение биржевых товаров и изменения запасов I	34
Рисунок 1.СР.4. Предложение биржевых товаров и изменения запасов II	35
Рисунок 1.1.1. Динамика доли труда во время Великой рецессии и восстановления	39
Рисунок 1.2.1. Динамика мировых подъемов. Отдельные переменные	42
Рисунок 1.2.2. Рост во время глобальных спадов и подъемов. Отдельные переменные	44
Рисунок 1.3.1. Счет текущих операций Китая и его компоненты, 1971–2011 годы	46
Рисунок 1.3.2. Инвестиции в основные фонды в Китае, 2004–2011 годы	47
Рисунок 1.3.3. Рентабельность обрабатывающей промышленности Китая, 2003–2011 годы	47
Рисунок 1.3.4. Сальдо счета текущих операций Китая как доля мирового ВВП, 2006–2017 годы	48
Рисунок 1.3.5. Изменение доли Китая на мировом рынке, 2001–2010 годы	49
Рисунок 2.1. Пересмотр прогнозов роста ПРМЭ на 2012 год и торговые связи с Европой	51
Рисунок 2.2. Влияние усиления кризиса в зоне евро на различные регионы	52
Рисунок 2.3. Европа: пересмотр прогнозов роста ВВП на 2012 год	53
Рисунок 2.4. Европа: возобновление спада	54
Рисунок 2.5. Торговые и финансовые связи с зоной евро	57
Рисунок 2.6. США и Канада: пересмотр прогнозов роста на 2012 год	59
Рисунок 2.7. США: добиться собственными силами	60
Рисунок 2.8. Азия: пересмотр прогнозов роста на 2012 год	62
Рисунок 2.9. Азия: снижение темпов роста	63
Рисунок 2.10. Латинская Америка и Карибский бассейн: пересмотр прогнозов роста на 2012 год	67

Рисунок 2.11. Латинская Америка: отслеживание нисходящих потоков	68
Рисунок 2.12. Содружество Независимых Государств: пересмотр прогнозов роста на 2012 год	70
Рисунок 2.13. Содружество Независимых Государств: подталкиваемые ценами на биржевые товары, сдерживаемые встречным ветром из зоны евро	71
Рисунок 2.14. Ближний Восток и Северная Африка: пересмотр прогнозов роста на 2012 год	74
Рисунок 2.15. Ближний Восток и Северная Африка: море проблем	75
Рисунок 2.16. Страны Африки к югу от Сахары: пересмотр прогнозов роста на 2012 год	77
Рисунок 2.17. Страны Африки к югу от Сахары: сохранение стойкости	78
Рисунок 2.СР.1. Участие банков зоны евро в мировом кредитовании, сентябрь 2011 года	83
Рисунок 2.СР.2. Открытые позиции регионов по отношению к иностранным требованиям банков	84
Рисунок 2.СР.3. Региональные факторы уязвимости	85
Рисунок 2.СР.4. Динамика скорректированных иностранных требований банков с течением времени	86
Рисунок 2.СР.5. Потенциальное влияние сокращения заемных средств европейскими банками на рост	89
Рисунок 2.1.1. Восточная Европа: финансовые связи с Западной Европой	91
Рисунок 3.1. Задолженность домашних хозяйств, цены на жилье и необслуживаемые ипотечные кредиты, 2002–2010 годы	96
Рисунок 3.2. Великая рецессия: сокращение потребления и рост задолженности домашних хозяйств перед кризисом	99
Рисунок 3.3. Экономическая активность во время спада на рынке жилья	101
Рисунок 3.4. Стоимость активов в форме жилья и потребление домашних хозяйств	102
Рисунок 3.5. Задолженность домашних хозяйств во время спадов на рынке жилья	103
Рисунок 3.6. Потребление домашних хозяйств	104
Рисунок 3.7. Экономическая активность во время Великой рецессии в США	105
Рисунок 3.8. Оценочные несоответствия в ценах на жилье в США	107
Рисунок 3.9. Обращения взысканий на заложенную недвижимость и задолженности домашних хозяйств во время Великой депрессии в США	112
Рисунок 3.10. Баланс активов и обязательств домашних хозяйств во время Великой рецессии в Исландии	115
Рисунок 3.11. Рынок жилья США, 2000–2011 годы	121
Рисунок 3.12. Государственный долг скандинавских стран, 1988–1995 годы	123
Рисунок 4.1. Мировые цены на биржевые товары, 1970–2011 годы	138
Рисунок 4.2. Доля чистого экспорта биржевых товаров в общем объеме экспорта и ВВП	139
Рисунок 4.3. Макроэкономические показатели стран-экспортеров биржевых товаров во время колебаний цен на биржевые товары	146
Рисунок 4.4. Макроэкономические показатели стран-экспортеров четырех основных биржевых товаров во время колебаний цен на биржевые товары	148
Рисунок 4.5. Курсовой режим и показатели стран-экспортеров во время колебаний цен на биржевые товары	149
Рисунок 4.6. Степень открытости счета операций с капиталом и показатели страны-экспортера во время колебаний цен на биржевые товары	150
Рисунок 4.7. Воздействие шоков рынков биржевых товаров на реальный объем производства	152
Рисунок 4.8. Факторы, влияющие на цены на нефть, циклы и показатели стран – чистых экспортеров нефти	154
Рисунок 4.9. Динамическое воздействие временного сокращения предложения нефти в остальном мире на небольшую страну с открытой экономикой – экспортера нефти	157
Рисунок 4.10. Динамическое воздействие временного увеличения ликвидности в остальном мире на небольшую страну с открытой экономикой – экспортера нефти	158
Рисунок 4.11. Оптимальный курс налогово-бюджетной политики при альтернативных основах политики и структурных характеристиках	159
Рисунок 4.12. Продолжительность периодов повышения и спада цен на биржевые товары	170

Рисунок 4.13. Амплитуда повышений и спадов цен на биржевые товары	171
Рисунок 4.14. Корреляция роста мирового реального ВВП и ошибок прогнозирования цены на нефть	174
Рисунок 4.1.1. Общий уровень инфляции в странах с низкими доходами и индекс мировых цен на биржевые товары	177
Рисунок 4.1.2. Инфляционное воздействие повышения цен на биржевые товары в странах с низкими доходами в 2011 и 2012 годы	178
Рисунок 4.1.3. Воздействие повышения цен на биржевые товары на сальдо бюджета стран с низкими доходами в 2012 году	179
Рисунок 4.1.4. Воздействие повышения цен на биржевые товары на торговый баланс стран с низкими доходами в 2012 году	179

ДОПУЩЕНИЯ И УСЛОВНЫЕ ОБОЗНАЧЕНИЯ

При подготовке прогнозов, представленных в «*Перспективах развития мировой экономики*», был принят ряд допущений. Предполагалось, что реальные эффективные обменные курсы будут оставаться постоянными на их средних уровнях в период с 13 февраля по 12 марта 2012 года, кроме валют стран, участвующих в европейском механизме валютных курсов II (МВК II), которые, как предполагается, будут оставаться постоянными в номинальном выражении по отношению к евро; что власти стран будут продолжать проводимую в настоящее время политику (см. вставку А1 относительно конкретных допущений по налогово-бюджетной и денежно-кредитной политике в отдельных странах); что средняя цена на нефть составит 114,71 доллара США за баррель в 2012 году и 110,00 доллара США за баррель в 2013 году и будет оставаться неизменной в реальном выражении в среднесрочной перспективе; что шестимесячная ставка предложения на лондонском межбанковском рынке (ЛИБОР) по депозитам в долларах США составит в среднем 0,7 процента в 2012 году и 0,8 процента в 2013 году; что трехмесячная ставка по депозитам в евро составит в среднем 0,8 процента в 2012 и 2013 годах; и что шестимесячная ставка по депозитам в японских иенах будет равна в среднем 0,6 процента в 2012 году и 0,1 процента в 2013 году. Это, разумеется, рабочие гипотезы, а не прогнозы, и сопутствующие им факторы неопределенности увеличивают возможные погрешности, которые в любом случае присущи прогнозам. Оценки и прогнозы основаны на статистической информации, имевшейся за период по начало апреля 2012 года.

В тексте «*Перспектив развития мировой экономики*» используются следующие условные обозначения:

- ... данные отсутствуют или неприменимы;
- ставится между годами или месяцами (например, 2011–2012 годы или январь–июнь) для обозначения охваченных лет или месяцев, включая год или месяц начала и окончания;
- / ставится между годами или месяцами (например, 2011/2012 год) для обозначения бюджетного или финансового года.

«Миллиард» означает тысячу миллионов; «триллион» означает тысячу миллиардов.

«Базисные пункты» представляют собой одну сотую 1 процентного пункта (например, 25 базисных пунктов эквивалентны $\frac{1}{4}$ процентного пункта).

Как и в сентябрьском выпуске «*Перспектив развития мировой экономики*» 2011 года, данные о бюджете и внешнем долге Ливии не отражаются в данных за 2011 год и последующий период ввиду неопределенной политической ситуации.

Данные по Сирийской Арабской Республике не отражаются в данных за 2011 год и последующий период ввиду неопределенной политической ситуации.

Как и в сентябрьском выпуске «*Перспектив развития мировой экономики*» 2011 года, данные по Судану за 2011 год не включают данные по Южному Судану с 9 июля. Прогнозы на 2012 год и последующий период относятся к теперешнему Судану.

Если в таблицах и рисунках не указан источник, данные взяты из базы данных «*Перспектив развития мировой экономики*».

В случаях, когда страны перечисляются не в алфавитном порядке, их последовательность определяется размером экономики.

Незначительные расхождения между суммами составляющих цифр и совокупными величинами вызваны округлением.

В настоящем докладе термин «страна» не во всех случаях обозначает территориальное образование, являющееся государством в соответствии с определением, принятым в международном праве и практике. Здесь этот термин также включает некоторые территориальные образования, которые не являются государствами, но по которым ведется отдельная и самостоятельная подготовка статистических данных.

Составные данные приводятся по различным группам стран, сформированным по экономическим характеристикам региона. Если не указано иное, составные показатели по группам стран представляют результаты расчетов на основе 90 или более процентов взвешенных данных по группе.

Границы, цвета, обозначения и любая другая информация, указанная на картах, не подразумевают какого-либо суждения Международного Валютного Фонда о правовом статусе какой-либо территории или какой-либо поддержки или одобрения таких границ.

ДОПОЛНИТЕЛЬНАЯ ИНФОРМАЦИЯ И ДАННЫЕ

Полный текст настоящего доклада «*Перспективы развития мировой экономики*» имеется в электронной библиотеке МВФ (www.elibrary.imf.org) и на сайте МВФ в Интернете (www.imf.org). На сайте к нему прилагается более широкий, чем содержащийся в самом докладе, набор данных из базы данных ПРМЭ, включая файлы с рядами данных, наиболее часто запрашиваемые читателями. Их можно загрузить для использования в различных пакетах программного обеспечения.

Данные, приводимые в «*Перспективах развития мировой экономики*», составляются персоналом МВФ в период подготовки ПРМЭ. Данные за прошлые периоды и прогнозы основаны на информации, собираемой специалистами МВФ по странам в миссиях в странах-членах МВФ и посредством постоянного анализа развития ситуации в каждой стране. Данные за прошлые периоды постоянно обновляются по мере поступления дополнительной информации, и структурные разрывы в данных часто корректируются для составления непрерывных рядов с использованием сращивания и других методов. При отсутствии полной информации, в качестве представительных переменных ретроспективных рядов по-прежнему используются оценки персонала МВФ. Как следствие, данные ПРМЭ могут отличаться от официальных данных из других источников, включая «*Международную финансовую статистику*» МВФ.

Данные и метаданные ПРМЭ приводятся «как есть» и «в том виде, как они могут быть получены», и прилагаются все усилия, для того чтобы обеспечить, но не гарантировать, их своевременность, точность и полноту. При обнаружении ошибок принимаются согласованные меры для исправления их по мере целесообразности и возможности. Исправления и уточнения, сделанные после публикации, вносятся в электронные версии, имеющиеся в электронной библиотеке МВФ (www.elibrary.imf.org) и на сайте МВФ в Интернете (www.imf.org). Все существенные изменения подробно указываются в содержании онлайн.

Подробную информацию об условиях использования базы данных ПРМЭ см. на сайте по вопросам авторских прав и использования материалов МВФ, <http://www.imf.org/external/terms.htm>.

Запросы относительно содержания «*Перспектив развития мировой экономики*» и базы данных ПРМЭ следует направлять по почте, по факсимильной связи или на электронный форум (запросы по телефону не принимаются) по следующим адресам и номерам:

World Economic Studies Division
Research Department
International Monetary Fund
700 19th Street, N.W.
Washington, DC 20431, U.S.A.
Fax: (202) 623-6343
Online Forum: www.imf.org/weoforum

ПРЕДИСЛОВИЕ

Анализ и прогнозы, содержащиеся в «Перспективах развития мировой экономики», являются неотъемлемой частью надзора МВФ за изменениями в экономике и политикой государств-членов организации, тенденциями на международных финансовых рынках и мировой экономической системой. Обзор перспектив и политики представляет собой результат совместной работы департаментов МВФ по всестороннему анализу изменений в мировой экономике, прежде всего, на основе информации, которую персонал МВФ собирает в процессе консультаций с государствами-членами. Эти консультации проводятся, в частности, территориальными департаментами МВФ, а именно Департаментом стран Африки, Департаментом стран Азиатско-Тихоокеанского региона, Европейским департаментом, Департаментом стран Ближнего Востока и Центральной Азии и Департаментом стран Западного полушария вместе с Департаментом по вопросам стратегии, политики и анализа, Департаментом денежно-кредитных систем и рынков капитала и Департаментом по бюджетным вопросам.

Координацию анализа в этом докладе выполнял Исследовательский департамент под общим руководством экономического советника и директора Исследовательского департамента Оливье Бланшара. Руководство проектом осуществляли заместитель директора Исследовательского департамента Йорг Декрессин и начальник отдела Исследовательского департамента Томас Хелблинг при содействии предшественника г-на Хелблинга в должности начальника отдела Пети Коевой-Брукс.

Основными участниками подготовки этого доклада были Абдул Абиад, Джон Блюдорн, Рупа Дуттагупта, Флоранс Жомотт, Дениз Иган, Юн Шик Кан, Дэниел Ли, Андреа Пескатори, Шон Роуч, Джон Саймон, Стивен Снадден, Марко Терронес и Петя Топалова. В проекте также участвовали Бас Баккер, Джулия Берш, Пхакава Джесакул, Эдда Рос Карлсдоттир, Юко Киношита, М. Айхан Кёсе, Пракаш Лунгани, Франек Розвадовски и Сьюзан Ян. Помощь в исследовательской работе оказали Гавин Асдорян, Беннет Ворхес, Надежда Лепешко, Эзги О. Озтюрк, Мурад Омоев, Кэтрин Пан, Дэвид Райксфелд, Хаир Родригес, Марина Руссе, Мин Ки Сон, Шан Чен и Анхела Эспириту. Хосе де Грегорио, Луц Киллиан, Кевин Клинтон и Кристофер Кэрролл предоставили замечания и предложения. Поддержку базы данных и компьютерных систем обеспечивали То Куан, Раджеш Нилавар, Эмори Оукс, Махназ Хеммати, Тиньюн Чен и Стив Чжан. За ввод и обработку текста отвечали Скитер Матьюрин и Клэр Беа. Линда Гриффин Кин из Департамента внешних связей при содействии Люси Скотт Моралес редактировала рукопись и координировала подготовку публикации к печати. Дополнительную техническую поддержку предоставили внешние консультанты Александр Герасимов, Амрита Дасгупта, Уэнди Мак, Шамизо Мапондера, Нгуен Ну, Павел Пименов и Анастасия Фрэнсис.

При подготовке анализа были учтены комментарии и предложения сотрудников других департаментов МВФ, а также исполнительных директоров после обсуждения ими доклада на заседании 30 марта 2012 года. Однако как прогнозы, так и оценки политики отражают точку зрения персонала МВФ, и их не следует рассматривать как представляющие взгляды исполнительных директоров или официальных органов их стран.

Вскоре после того, как поступил в печать сентябрьский выпуск «Перспектив развития мировой экономики» 2011 года, зона евро пережила еще один острый кризис.

Вследствие обеспокоенности участников рынков относительно устойчивости бюджета в Италии и Испании резко повысилась доходность по государственным ценным бумагам. Теперь, когда ценность некоторых банковских активов вызывает сомнения, возникли вопросы о том, смогут ли эти банки убедить инвесторов пролонгировать выданные ими кредиты. Из-за опасений относительно доступа к финансированию банки прекратили кредитование. Уверенность ослабла, и активность упала.

Принятые решительные меры изменили ситуацию к лучшему. Выборы в Испании и назначение нового премьер-министра в Италии несколько успокоили инвесторов. Принятие «бюджетного пакта» продемонстрировало приверженность членов ЕС решению проблем дефицита и долга. Что наиболее важно, предоставление ликвидности Европейским центральным банком (ЕЦБ) устранило краткосрочный риск в отношении пролонгации банковских кредитов, что в свою очередь уменьшило давление на государственные облигации.

Окончание кризиса и определенные хорошие новости в отношении экономики США вновь породили некоторый оптимизм. Он должен оставаться сдержанным. Даже если не произойдет нового европейского кризиса, большинство стран с развитой экономикой все еще сталкиваются с серьезными препятствиями для роста. При этом риск очередного кризиса еще весьма актуален и вполне может затронуть как страны с развитой экономикой, так и страны с формирующимся рынком.

Позвольте сначала остановиться на базисном сценарии. Может показаться странным, что хотя ожидается, что номинальные процентные ставки еще продолжительное время будут оставаться близкими к нулю, спрос в странах с развитой экономикой не так высок. Причина в том, что эти страны имеют дело с различными сочетаниями двух основных факторов, тормозящих рост: бюджетной консолидацией и сокращением доли заемных средств в банках. Оба они отражают

необходимые корректировки, но также замедляют рост в краткосрочной перспективе.

Бюджетная консолидация проводится в большинстве стран с развитой экономикой. При среднем сокращении циклически скорректированного первичного дефицита в этом году немного меньше, чем на 1 процентный пункт ВВП, и мультипликаторе, равном 1, бюджетная консолидация приведет к снижению темпов роста в странах с развитой экономикой примерно на 1 процентный пункт в текущем году.

Сокращение доли заемных средств в банках затрагивает главным образом страны Европы. Хотя такое сокращение не обязательно подразумевает снижение уровня кредита частному сектору, имеющиеся данные свидетельствуют о том, что оно способствует ограничению предложения кредита. По нашим наиболее достоверным оценкам, этот фактор может снизить темпы роста в зоне евро еще на 1 процентный пункт в этом году.

Эти эффекты отражены в наших прогнозах. Мы прогнозируем, что рост будет оставаться слабым, особенно в Европе, а уровень безработицы еще некоторое время будет оставаться высоким.

Страны с формирующимся рынком не защищены от этих тенденций. Низкие темпы роста в странах с развитой экономикой означают более медленный рост экспорта. А финансовая неопределенность в сочетании с резкими изменениями склонности к риску вызывает изменчивость потоков капитала. Тем не менее, страны с формирующимся рынком в основном располагают достаточными возможностями для проведения политики с целью поддержания уверенного роста. Как обычно, такое утверждение не передает существующих различий между странами. Некоторым странам необходимо остерегаться перегрева, тогда как другие все еще имеют отрицательный разрыв между фактическим и потенциальным объемом производства и могут использовать меры политики для поддержания роста. В целом, хотя мы несколько пересмотрели наш прогноз по сравнению с сентябрьским, мы по-прежнему прогнозируем устойчивый рост в странах с формирующимся рынком.

Теперь о рисках. Геополитическая напряженность, сказывающаяся на нефтяном рынке, несомненно, представляет собой риск. Однако главным

риском остается угроза нового острого кризиса в Европе. Построение защитных механизмов, когда оно будет завершено, станет существенным шагом вперед. Если и когда в этом возникнет необходимость, можно будет мобилизовать средства, чтобы помочь тем или иным странам справиться с последствиями неблагоприятных изменений настроений инвесторов и предоставить им больше времени для проведения бюджетной консолидации и реформ. Вместе с тем, сами по себе защитные механизмы не в состоянии решить трудные проблемы бюджета, конкурентоспособности и роста, которые испытывают некоторые из этих стран. Плохие новости в макроэкономической или политической сфере все еще угрожают вызвать динамику, подобную той, что мы наблюдали прошлой осенью.

Перейдем к вопросам политики. Многие из дискуссий относительно политики касаются того, как лучше сбалансировать отрицательные краткосрочные последствия бюджетной консолидации и сокращения доли заемных средств в банках с их благоприятными долгосрочными последствиями.

В случае налогово-бюджетной политики этот вопрос осложняется требованиями рынков безотлагательно проводить бюджетную консолидацию. Еще более осложняет его тот факт, что рынки как бы страдают раздвоением личности: они требуют бюджетной консолидации, но отрицательно реагируют, когда консолидация приводит к снижению темпов роста. Надлежащая стратегия останется той же, что и прежде: необходимо незамедлительно провести некоторую корректировку, чтобы добиться доверия, но следует стремиться к принятию убедительных долгосрочных обязательств посредством сочетания решений, которые снижают трендовые уровни расходов и формируют бюджетные институты и правила, автоматически сокращающие расходы и дефицит с течением времени. По этим направлениям не достигнуто достаточного прогресса, особенно в США и Японии. В отсутствие дальнейшего прогресса текущая степень бюджетной консолидации в краткосрочной перспективе представляется в целом адекватной.

Относительно сокращения доли заемных средств в банках стоит двойная задача. Как и в случае налогово-бюджетной политики, первая задача

заключается в том, чтобы определить правильную скорость общего сокращения доли заемных средств. Вторая — не допустить того, чтобы сокращение доли заемных средств привело к сокращению кредита внутри страны или за рубежом. Рекапитализация банков частично из государственных средств, по-видимому, более не стоит на повестке дня, но, возможно, такой вариант стоило бы рассмотреть. Если она повысит уровни кредита и активности, она вполне могла бы окупить себя в большей степени, чем большинство других бюджетных мер.

Что касается мер по снижению рисков, в центре внимания, несомненно, находится Европа. Следует принять меры для сокращения связей между государством и банками, от создания систем страхования депозитов и санации банков на уровне зоны евро до внедрения ограниченных форм еврооблигаций, таких как создание общего рынка казначейских векселей стран зоны евро. Эти меры настоятельно необходимы и могут сыграть свою роль, если вскоре произойдет новый кризис.

Говоря о более долгосрочных проблемах, возможно, наиболее приоритетной, но в то же время наиболее труднодостижимой целью является устойчивое повышение темпов роста в странах с развитой экономикой, особенно в Европе. Низкий рост не только приводит к пониженному базисному прогнозу, но и затрудняет бюджетную корректировку, усиливая при этом сопутствующие риски. На данном этапе следует сосредоточиться на мерах для увеличения спроса. В перспективе, однако, следует также уделять внимание мерам, повышающим потенциальные темпы роста. Идеальным вариантом были бы меры, решающие обе задачи. Таких мер, пожалуй, найдется немного. Более реалистичным было бы искать варианты реформ, улучшающие ситуацию на долгосрочной основе, но не подавляющие спрос в краткосрочной перспективе. Определение таких реформ и нейтрализация их потенциально негативных краткосрочных эффектов должны занимать приоритетное место в списке задач экономической политики.

Оливье Бланшар,
экономический советник

После значительного ухудшения в 2011 году перспективы мировой экономики вновь постепенно укрепляются, но сохраняются повышенные риски замедления роста. Возросшая активность в США во второй половине 2011 года и принятие более действенных мер политики в зоне евро в ответ на углубляющийся экономический кризис в регионе ослабили угрозу резкого снижения темпов мирового роста. В результате в ведущих странах с развитой экономикой, вероятно, возобновится медленный восстановительный рост, а в большинстве стран с формирующимся рынком и развивающихся странах ожидается сохранение относительно устойчивой активности. Вместе с тем, достигнутые улучшения являются очень непрочными. Директивным органам необходимо продолжать проводить в жизнь коренные преобразования, требующиеся для достижения здорового роста в среднесрочной перспективе. Ввиду значительных разрывов между фактическим и потенциальным объемом производства в странах с развитой экономикой они также должны подстраивать свою политику, чтобы поддержать все еще слабый рост в ближайший период.

Темпы мирового роста, по прогнозу, снизятся с примерно 4 процентов в 2011 году до примерно 3½ процента в 2012 году вследствие слабой активности во второй половине 2011 года и первой половине 2012 года. В январском выпуске «Бюллетеня ПРМЭ» 2012 года темпы уже были снижены относительно прогнозов сентябрьского выпуска «Перспектив развития мировой экономики» 2011 года, главным образом ввиду ущерба от ухудшения состояния государственных финансов и банковского сектора в зоне евро. Теперь ожидается, что в большинстве стран, включая зону евро, темпы роста будут несколько выше, чем прогнозировалось в январском «Бюллетене ПРМЭ» 2012 года. Как отмечается в главе 1, ожидается, что в результате восстановления роста активности в 2012 году темпы мирового роста вернуться к уровню примерно 4 процентов в 2013 году. В зоне евро все еще прогнозируется наступление умеренной рецессии в 2012 году в результате кризиса суверенной задолженности и общей утраты доверия, последствий

сокращения доли заемных средств в банках для реального сектора и бюджетной консолидации, проводимой в ответ на давление рынка. Из-за проблем в Европе активность в целом в странах с развитой экономикой по-прежнему не будет оправдывать ожиданий, с ростом всего лишь приблизительно на 1½ процента в 2012 году и 2 процента в 2013 году. Темпы создания рабочих мест в этих странах, вероятно, будут оставаться вялыми, и безработные все еще будут нуждаться в поддержке дохода и помощи в повышении квалификации, переподготовке и поиске работы. Рост реального ВВП в странах с формирующимся рынком и развивающихся странах, по прогнозу, замедлится с 6¼ процента в 2011 году до 5¾ процента в 2012 году, но затем вновь ускорится до 6 процентов в 2013 году благодаря смягчению макроэкономической политики и усилению внешнего спроса. Вторичные эффекты кризиса в зоне евро, рассматриваемые в главе 2, окажут сильное негативное воздействие на остальные страны Европы; другие страны, вероятно, будут продолжать испытывать финансовую волатильность, но уровни активности в этих странах не претерпят существенных изменений, если не произойдет нового обострения кризиса в зоне евро.

Экономическая политика играет существенную роль в снижении системного риска, но в этой работе нельзя брать паузу. Более долгосрочные трехлетние операции рефинансирования (ДСОР) Европейского центрального банка, более прочная европейская система защиты, масштабные программы бюджетной корректировки и начало значительных реформ товарных рынков и рынков труда помогли стабилизировать ситуацию в зоне евро, уменьшив давление на банки и суверенных заемщиков, но ситуация все еще вызывает обеспокоенность. Кроме того, недавнее продление льгот по налогу на фонд заработной платы в США и пособий по безработице позволило избежать резкого ужесточения налогово-бюджетной политики, которое нанесло бы ущерб экономике США. В более общем плане многие страны с развитой экономикой существенно продвинулись в разработке и реализации действенных среднесрочных программ бюджетной консолидации. В то же время, принятые ранее меры по улучшению политики

продолжают приносить пользу странам с формирующимся рынком и развивающимся странам. Однако в отсутствие дальнейших действий проблемы в зоне евро вполне могут вновь обостриться, и налогово-бюджетная политика в США может быть очень резко ужесточена в 2013 году.

Соответственно, как неоднократно отмечалось в недавних выпусках «Перспектив развития мировой экономики», риски замедления роста остаются весьма серьезными. К сожалению, некоторые ранее обозначенные риски впоследствии материализовались, и приводимые здесь прогнозы лишь немного более благоприятны, чем прогнозы в предыдущем сценарии замедления роста¹. Наиболее неотложная проблема состоит в том, что дальнейшая эскалация кризиса в зоне евро может вызвать намного более массовое бегство от риска. Этот сценарий, анализируемый в настоящем выпуске, предполагает, что объемы производства на мировом уровне и в зоне евро могут снизиться, соответственно, на 2 процента и 3½ процента за двухлетний период относительно прогнозов ПРМЭ. С другой стороны, геополитическая неопределенность может вызвать резкий рост цен на нефть: повышение этих цен примерно на 50 процентов привело бы к сокращению мирового объема производства на 1¼ процента. Воздействие на объем производства могло бы оказаться намного большим, если бы существующая напряженность сопровождалась значительной финансовой волатильностью и ослаблением доверия. Кроме того, чрезмерно жесткая макроэкономическая политика могла бы привести к продолжительной дефляции или длительному периоду очень слабой активности в еще одной из ведущих стран. Скрытые риски включают также нарушения в работе мировых рынков облигаций и валютных рынков в результате высоких уровней бюджетного дефицита и долга в Японии и США и быстро снижающейся активности в некоторых странах с формирующимся рынком. Вместе с тем, показатели роста могут также оказаться лучше, чем прогнозируется, если политика дополнительно улучшится, финансовые условия будут далее смягчаться, а геополитическая напряженность спадет.

Необходимо усилить меры политики, чтобы поддержать слабый восстановительный рост и противостоять многочисленным рискам замедления роста. В краткосрочной перспективе это потребует больших усилий для преодоления кризиса в зоне евро, умеренного ограничения бюджетных расходов с учетом снижения экономической активности, продолжения весьма адаптивной

денежно-кредитной политики и обеспечения обильной ликвидности для финансового сектора.

- В зоне евро принятое недавно решение объединить Европейский механизм стабильности (ЕМС) и Европейский фонд финансовой стабильности (ЕФФС) заслуживает одобрения и, наряду с другими недавними мерами на европейском уровне, усилит европейский антикризисный механизм и будет способствовать успеху действий МВФ по укреплению глобальной системы защиты. Бюджетная консолидация проводится в достаточном объеме, но ее следует организовать таким образом, чтобы не допустить чрезмерного ослабления спроса в ближайший период. Ввиду ожидаемой очень низкой внутренней инфляции имеются возможности для дальнейшего смягчения денежно-кредитной политики; нетрадиционные меры поддержки (в частности, ДСОР и покупки государственных облигаций) должны и далее обеспечивать упорядоченные условия на рынках финансирования и тем самым способствовать передаче воздействия денежно-кредитной политики на реальный сектор. Помимо этого, необходимо рекапитализировать банки — это может потребовать прямой поддержки со стороны более гибкого ЕФФС/ЕМС.
- В США и Японии намеченная на ближайший период бюджетная корректировка достаточна по объему, но сохраняется настоятельная потребность в поддержании активной и устойчивой динамики бюджетной консолидации в среднесрочной перспективе. Кроме того, ввиду очень слабого внутреннего инфляционного давления, в Японии может потребоваться дальнейшее смягчение денежно-кредитной политики, чтобы обеспечить достижение страной целевого уровня инфляции в среднесрочной перспективе. В США также потребуются более значительное смягчение политики, если возникнет риск недостижения ожидаемого уровня активности.
- В более общем плане, ввиду слабых перспектив роста в основных странах, те страны, которые располагают пространством для маневра в налогово-бюджетной политике с точки зрения состояния их бюджетных счетов и доверия со стороны рынков, могут пересмотреть темпы консолидации. Другим странам следует допустить свободное функционирование

¹ См. сценарий замедления роста в январском «Бюллетене ПРМЭ» 2011 года.

автоматических стабилизаторов, пока они в состоянии без труда финансировать более высокие уровни дефицита.

В дальнейшей перспективе предстоит улучшить слабые среднесрочные перспективы роста в основных странах с развитой экономикой. Наиболее существенными приоритетами остаются коренная реформа финансового сектора; дальнейшее продвижение в бюджетной консолидации, включая масштабную реформу программ социальных пособий; и структурные реформы для увеличения потенциального объема производства. Помимо внедрения новых нормативных положений на основе консенсуса (таких как «Базель-III») на национальном уровне, реформа финансового сектора должна быть направлена на устранение многих недостатков, которые выявил финансовый кризис, включая проблемы, связанные с организациями, считающимися слишком большими или сложными, чтобы позволить им обанкротиться, теневой банковской системой и трансграничным взаимодействием органов банковского надзора. Критическое значение имеют реформы расходов, связанных со старением населения, поскольку они позволяют намного сократить расходы в будущем без существенного ущерба для сегодняшнего спроса. Такие меры могут продемонстрировать способность директивных органов к решительным действиям и тем самым помочь восстановить уверенность рынков в устойчивости государственных финансов. Это, в свою очередь, может расширить возможности для проведения налогово-бюджетной и денежно-кредитной политики, способствуя оздоровлению финансового сектора и укреплению спроса без угрозы инфляционного финансирования государственного дефицита. Структурные реформы должны проводиться по многим направлениям: например, в зоне евро для укрепления способности стран реагировать на шоки, затрагивающие конкурентоспособность, а в Японии для повышения коэффициента участия в рабочей силе.

Меры политики в отношении рынков недвижимости могут ускорить процесс укрепления балансов домашних хозяйств и тем самым поддержать в целом вялое потребление. Страны, принявшие такие меры, например Исландия, добились существенных улучшений, которые рассматриваются в главе 3. В США администрация пробовала осуществлять различные программы, но ввиду их ограниченной результативности теперь предлагает применить более решительный подход. В других странах директивные органы оставляют

урегулирование проблем на усмотрение банков и домашних хозяйств. В целом, продвижению вперед препятствуют опасения относительно морального риска в случае если лицам, делавшим чрезмерно рискованные или спекулятивные инвестиции, не придется за них расплачиваться. Эти проблемы схожи с теми, что столь затрудняют преодоление кризиса в зоне евро, хотя в Европе аргумент морального риска применяется скорее к странам, чем к физическим лицам. Однако в обоих случаях использование адресных интервенций для поддержки спроса может быть более действенным, чем намного более дорогостоящие макроэкономические программы. Кроме того, аспект морального риска можно отчасти устранить посредством более эффективного регулирования и надзора.

Страны с формирующимся рынком и развивающиеся страны продолжают пожинать плоды действенной макроэкономической и структурной политики, но при этом постепенно нарастают внутренние факторы уязвимости. Многие из этих стран за прошедшее десятилетие добились необычно больших успехов, чему способствовал быстрый рост кредита или высокие цены на биржевые товары. В той степени, в которой рост кредита отражает развитие финансового сектора, это положительно сказывается на экономическом росте. Однако в большинстве стран кредит не может и впредь расти теми же темпами без серьезного риска для качества банковского кредитования. Другое соображение состоит в том, что цены на биржевые товары едва ли будут и далее расти повышенными темпами, наблюдавшимися в прошедшее десятилетие, несмотря на краткосрочные всплески, связанные с геополитической напряженностью. Соответственно, вполне может потребоваться пересмотреть налогово-бюджетную и другую политику с учетом более низких темпов роста потенциального объема производства; этот вопрос рассматривается в главе 4.

Для стран с формирующимся рынком и развивающихся стран важнейший вопрос на ближайший период состоит в том, как правильно строить макроэкономическую политику с учетом значительных рисков замедления роста в странах с развитой экономикой, сдерживая при этом угрозы перегрева экономики вследствие высокой активности, быстрого роста кредита, изменчивых потоков капитала, все еще повышенных цен на биржевые товары и возобновления рисков в отношении инфляции и состояния бюджетов, связанных с ценами на энергоносители. Характер надлежащих ответных мер

различается. Странам, которые в основном нормализовали макроэкономическую политику, в ближайший период следует сосредоточиться на мерах, связанных со снижением внешнего спроса со стороны стран с развитой экономикой. В то же время, эти страны должны быть готовы противостоять негативным вторичным эффектам и изменчивым потокам капитала. Другим странам следует продолжать восстанавливать свой потенциал для проведения макроэкономической политики и укреплять меры и системы пруденциальной политики. Органам денежно-кредитного регулирования необходимо проявлять бдительность, чтобы повышения цен на нефть не вылились в более широкое инфляционное давление, а налогово-бюджетная политика должна ограничивать ущерб для балансов государственного сектора, адресно субсидируя только наиболее незащищенные домашние хозяйства.

Судя по последним изменениям, не следует ожидать нового увеличения мировых дисбалансов счетов текущих операций после их резкого сокращения во время Великой рецессии. Главная причина в том, что чрезмерный рост потребления, характеризовавший страны, до кризиса имевшие крупный внешний дефицит, был устранен без компенсирующего роста потребления в странах, имеющих профицит. Соответственно, мировая экономика

пережила снижение спроса и темпов роста во всех регионах по сравнению с годами бурного роста, непосредственно предшествовавшего кризису. Переквалификация активности в ведущих странах, имеющих профицит, в сторону большего потребления, поддерживаемое более рыночными обменными курсами, помогло бы улучшить перспективы как для этих стран, так и для остального мира.

Режим строгой экономии сам по себе не способен излечить недомогание экономики в основных странах с развитой экономикой. Политика должна также облегчать проведение корректировки и более адресно решать принципиальные проблемы (слабость домашних хозяйств в США и слабые государственные финансы в зоне евро), опираясь на ресурсы более сильных партнеров. Директивные органы должны избегать того, чтобы преувеличивать риски, связанные с нетрадиционными формами денежно-кредитной поддержки, и тем самым ограничивать пространство для маневра в политике центральных банков. Хотя нетрадиционные меры не могут заменить проведения фундаментальной реформы, они могут ограничить риск того, что еще одна крупная экономика окажется в ловушке долга и дефляции, что могло бы серьезно ослабить перспективы проведения более действенной политики и ускорения мирового роста.

Последние изменения

Перспективы мировой экономики, значительно ухудшившиеся в 2011 году, теперь вновь постепенно улучшаются, но сохраняются повышенные риски замедления роста. До конца третьего квартала рост в целом соответствовал оценкам сентябрьского выпуска «Перспектив развития мировой экономики» (ПРМЭ) 2011 года. Во многих странах с формирующимся рынком и развивающихся странах реальный ВВП возрос несколько меньше, чем ожидалось, но в странах с развитой экономикой темпы роста превышали прогнозы. Однако в четвертом квартале уровни активности резко изменились к худшему, главным образом в зоне евро (рис. 1.1, панели 1 и 2).

- Будущее Экономического и валютного союза (ЭВС) оказалось омрачено неопределенностью, поскольку кризис суверенной задолженности привел к резкому повышению основных ставок по государственным облигациям (рис. 1.2, панели 2 и 3). Ослабление уверенности и нарастание финансовой напряженности были в числе главных причин сокращения экономики зоны евро на 1,3 процента (в годовом исчислении). Реальный ВВП сократился также в Японии вследствие сбоя предложения, связанных с наводнениями в Таиланде и ослаблением мирового спроса. В США, напротив, активность возросла ввиду ускорения роста потребления и инвестиций в запасы. Рынки кредита и труда также начали подавать признаки оживления.
- Активность в странах с формирующимся рынком и развивающихся странах ослабла (существенную роль в этом сыграли также факторы, не связанные с кризисом в зоне евро), но оставалась относительно высокой (рис. 1.1, панель 3). В странах Азии с формирующимся рынком и в Латинской Америке торговая и производственная активность заметно снизилась, отчасти вследствие циклических факторов, включая недавние меры по ужесточению политики. В странах Ближнего Востока и Северной Африки (БВСА) активность оставалась пониженной в результате социальных волнений и неопределенной геополитической ситуации. В странах Африки к югу от Сахары (АЮС) рост продолжался в основном прежними темпами, чему способствовала благоприятная

ценовая конъюнктура на биржевые товары. Вялый рост в зоне евро имел более значительные последствия в странах Европы с формирующимся рынком по сравнению с другими регионами. Вместе с тем, снижению активности также способствовала обеспокоенность относительно потенциально резкого спада активности в Турции и ослабления основ политики в Венгрии.

Хотя уже изначально ожидалось, что подъем будет слабым и непрочным ввиду наследия финансового кризиса, другие факторы также сыграли в этом важную роль. В зоне евро к ним относятся структурные недостатки ЭВС; в США — ожесточенные споры о бюджетной консолидации, которые подорвали доверие на финансовых рынках; в других регионах — стихийные бедствия, а также высокие цены на нефть, вызванные нарушениями на стороне предложения. Таким образом, прошлые и текущие прогнозы ПРМЭ, предусматривающие лишь небольшой рост, исходят из различных тенденций и ситуации в регионах (рис. 1.1, панель 4). Некоторые из этих тенденций теперь сворачиваются, что будет способствовать новому оживлению активности.

Показатели, составляемые с высокой периодичностью, указывают на некоторое ускорение роста. В последнем квартале несколько повысились индикаторы индекса менеджеров по закупкам в обрабатывающей промышленности для стран с развитой экономикой и стран с формирующимся рынком (рис. 1.3, панель 1). Дестабилизирующие последствия для систем поставок, вызванные наводнениями в Таиланде, как представляется, идут на убыль, что способствует укреплению промышленного производства и торговли в различных странах Азии. Кроме того, в Японии процесс реконструкции продолжает способствовать росту производства. Глобальные финансовые условия улучшились: поступающие данные превзошли ожидания рынков, и уменьшились опасения возможного банковского кризиса или кризиса суверенной задолженности в зоне евро. Улучшившиеся за последнее время возможности пролонгации государственного долга для основных стран на периферии зоны евро, сокращение суверенных и межбанковских спредов относительно декабрьских высоких уровней и частичное возобновление работы рынков банковского финансирования помогли

Таблица 1.1. Общий обзор прогнозов «Перспектив развития мировой экономики»

(Процентное изменение, если не указано иное)

	По сравнению с предыдущим годом						IV кв. по сравнению с IV кв.		
	2010	2011	Прогнозы		Отличие от прогнозов ПРМЭ января 2012 г.		Оценка	Прогнозы	
			2012	2013	2012	2013		2011	2012	2013
Мировой объем производства¹	5,3	3,9	3,5	4,1	0,2	0,1	3,2	3,7	4,1
Страны с развитой экономикой	3,2	1,6	1,4	2,0	0,2	0,1	1,2	1,6	2,2
США	3,0	1,7	2,1	2,4	0,3	0,2	1,6	2,0	2,6
Зона евро	1,9	1,4	-0,3	0,9	0,2	0,1	0,7	-0,2	1,4
Германия	3,6	3,1	0,6	1,5	0,3	0,0	2,0	0,9	1,6
Франция	1,4	1,7	0,5	1,0	0,3	0,0	1,3	0,5	1,4
Италия	1,8	0,4	-1,9	-0,3	0,2	0,3	-0,4	-2,0	0,7
Испания	-0,1	0,7	-1,8	0,1	-0,2	0,4	0,3	-2,5	1,3
Япония	4,4	-0,7	2,0	1,7	0,4	0,1	-0,6	2,0	1,8
Соединенное Королевство	2,1	0,7	0,8	2,0	0,2	0,0	0,5	1,5	2,3
Канада	3,2	2,5	2,1	2,2	0,3	0,2	2,2	2,0	2,3
Другие страны с развитой экономикой ²	5,8	3,2	2,6	3,5	0,0	0,1	2,5	3,6	2,9
Новые индустриальные страны Азии	8,5	4,0	3,4	4,2	0,1	0,1	3,1	4,8	3,1
Страны с формирующимся рынком и развивающиеся страны³	7,5	6,2	5,7	6,0	0,2	0,1	5,8	6,3	6,4
Центральная и Восточная Европа	4,5	5,3	1,9	2,9	0,8	0,5	3,8	1,6	3,6
Содружество Независимых Государств	4,8	4,9	4,2	4,1	0,5	0,3	3,7	3,8	4,0
Россия	4,3	4,3	4,0	3,9	0,7	0,4	3,7	3,9	4,1
Кроме России	6,0	6,2	4,6	4,6	0,2	-0,1	...	...	...
Развивающиеся страны Азии	9,7	7,8	7,3	7,9	0,0	0,1	7,2	8,1	7,7
Китай	10,4	9,2	8,2	8,8	0,0	0,0	8,9	8,4	8,4
Индия	10,6	7,2	6,9	7,3	-0,1	0,0	6,1	6,9	7,2
АСЕАН-5 ⁴	7,0	4,5	5,4	6,2	0,2	0,6	2,5	8,5	5,5
Латинская Америка и Карибский бассейн	6,2	4,5	3,7	4,1	0,2	0,1	3,6	3,9	4,8
Бразилия	7,5	2,7	3,0	4,1	0,1	0,1	1,4	4,7	3,4
Мексика	5,5	4,0	3,6	3,7	0,1	0,2	3,7	3,6	3,8
Ближний Восток и Северная Африка	4,9	3,5	4,2	3,7	0,6	-0,2	...	...	...
Страны Африки к югу от Сахары	5,3	5,1	5,4	5,3	-0,1	0,0	...	...	...
Южная Африка	2,9	3,1	2,7	3,4	0,1	0,0	2,6	3,0	3,7
<i>Для справки:</i>									
Европейский союз	2,0	1,6	0,0	1,3	0,1	0,1	0,9	0,2	1,7
Темпы роста в мире, рассчитанные на основе рыночных обменных курсов	4,2	2,8	2,7	3,3	0,3	0,1	2,3	2,7	3,4
Объем мировой торговли (товары и услуги)	12,9	5,8	4,0	5,6	0,2	0,2	...	...	...
Импорт									
Страны с развитой экономикой	11,5	4,3	1,8	4,1	-0,2	0,2	...	...	...
Страны с формирующимся рынком и развивающиеся страны	15,3	8,8	8,4	8,1	1,3	0,4	...	...	...
Экспорт									
Страны с развитой экономикой	12,2	5,3	2,3	4,7	-0,1	0,0	...	...	...
Страны с формирующимся рынком и развивающиеся страны	14,7	6,7	6,6	7,2	0,5	0,2	...	...	...
Цены на биржевые товары (в долларах США)									
Нефть ⁵	27,9	31,6	10,3	-4,1	15,2	-0,5	20,8	10,8	-6,2
Нетопливные товары (среднее значение на основе весов в мировом экспорте биржевых товаров)	26,3	17,8	-10,3	-2,1	3,7	-0,4	-6,4	0,1	-2,4
Потребительские цены									
Страны с развитой экономикой	1,5	2,7	1,9	1,7	0,3	0,4	2,8	1,7	1,6
Страны с формирующимся рынком и развивающиеся страны ³	6,1	7,1	6,2	5,6	0,0	0,1	6,5	5,5	4,5
ЛИБОР (в процентах)⁶									
По депозитам в долларах США	0,5	0,5	0,7	0,8	-0,2	-0,1	...	...	...
По депозитам в евро	0,8	1,4	0,8	0,8	-0,3	-0,4	...	...	...
По депозитам в японских иенах	0,4	0,3	0,6	0,1	0,0	-0,1	...	...	...

Примечание. Предполагается, что реальные эффективные обменные курсы остаются неизменными на уровнях, существовавших с 13 февраля по 12 марта 2012 года. Если страны расположены не в алфавитном порядке, их последовательность определяется размером экономики. Агрегированные квартальные данные скорректированы с учетом сезонных факторов.

¹Квартальные оценки и прогнозы отражают 90 процентов мировых весов по паритету покупательной способности.

²Кроме Группы семи (Германии, Италии, Канады, Соединенного Королевства, США, Франции и Японии) и стран зоны евро.

³Квартальные оценки и прогнозы отражают примерно 80 процентов производства стран с формирующимся рынком и развивающихся стран.

⁴Вьетнам, Индонезия, Малайзия, Таиланд и Филиппины.

⁵Простое среднее цен на нефть сортов U.K. Brent, Dubai и West Texas Intermediate. Средняя цена нефти в долларах США за баррель составляла 104,01 доллара в 2011 году; предполагаемая цена, основанная на фьючерсных рынках, составляет 114,71 доллара в 2012 году и 110,00 доллара в 2013 году.

⁶Шестимесячная ставка в случае валют США и Японии, трехмесячная ставка для зоны евро.

уменьшить эти опасения, но определенная обеспокоенность сохраняется (рис. 1.2, панели 2 и 3). В более общем плане, снизилась волатильность на рынках, и вновь возросли потоки в страны с формирующимся рынком (рис. 1.4, панели 1 и 2). Ввиду укрепления валют возобновились валютные интервенции (например, в Бразилии и Колумбии).

Экономическая политика играла важную роль в улучшении ситуации за последний период, но различные принципиальные проблемы остаются нерешенными. Более долгосрочные (трехлетние) операции рефинансирования (ДСОР) Европейского центрального банка (ЕЦБ) позволили предотвратить угрозу нехватки ликвидности, которая могла привести к банковскому кризису. В сочетании с недавно принятым обязательством укрепить защитный механизм зоны евро, а также налогово-бюджетными и структурными реформами (особенно в Италии и Испании) это снизило премии за суверенный риск, хотя в последнее время они снова несколько увеличились. Недавнее продление сроков льгот по налогу на фонд заработной платы в США и пособий по безработице позволило избежать резкого ужесточения налогово-бюджетной политики, которое нанесло бы ущерб экономике США. Тем не менее, рынки все еще очень обеспокоены относительно перспектив более слабых экономик в зоне евро. Кроме того, проблемы, связанные с распределением риска и управлением в зоне евро и среднесрочной бюджетной консолидацией в США и Японии, требуют принятия дальнейших мер.

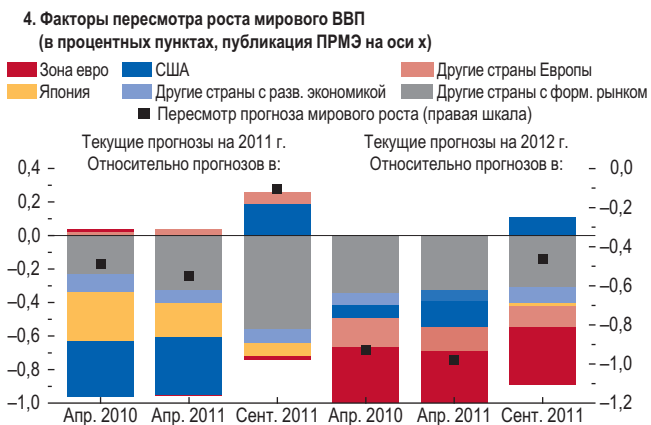
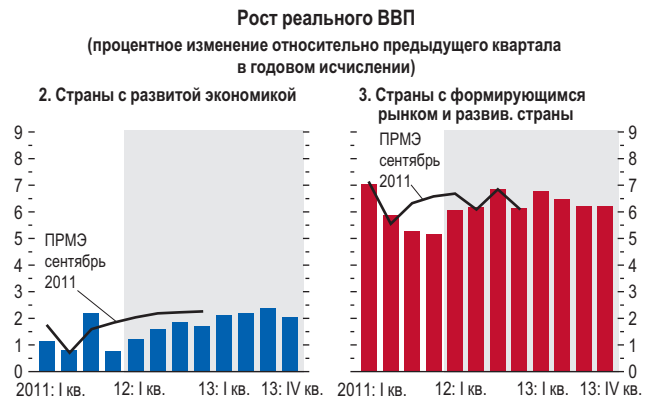
Что произошло в зоне евро?

Кризис в зоне евро является результатом взаимодействия ряда базовых факторов. Как и в других странах с развитой экономикой, эти факторы включают неправильную оценку риска, проведение в течение многих лет необоснованной макроэкономической политики и слабые пруденциальные меры и основы. В сочетании с присущими ЭВС недостатками они ускоряли накопление чрезмерных дисбалансов в государственном и частном секторах ряда стран зоны евро, испытывавших воздействие Великой рецессии. Возникший в результате кризис имел тяжелые последствия.

Хотя общие уровни государственного и внешнего долга зоны евро ниже, чем у США и Японии, кризис обнажил недостатки в управлении ЭВС. Пакт о стабильности и росте был призван обеспечить соблюдение бюджетной дисциплины, но не смог предотвратить проведение слабой налогово-бюджетной политики. Рынки становились все более

Рисунок 1.1. Показатели мировой экономики

Показатели мировой торговли и производства снизились во второй половине 2011 года. ПРМЭ прогнозирует, что активность вновь повысится со второй половины 2012 года. Недостижение уровней предыдущих прогнозов связано с изменениями ситуации в США и Японии в 2011 году и в Европе, в особенности зоне евро, в 2012 году.



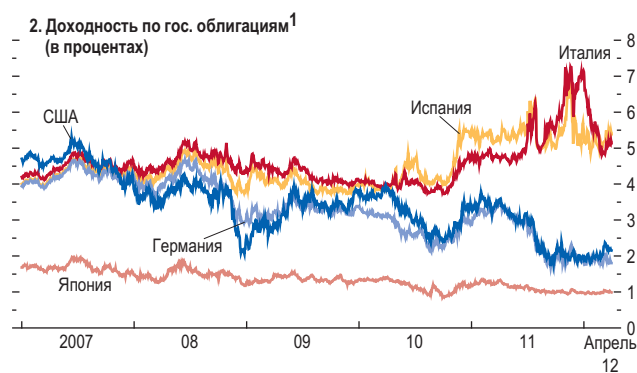
Источники: оценки персонала МВФ.

¹Аргентина, Болгария, Бразилия, Венгрия, Венесуэла, Индия, Индонезия, Китай, Колумбия, Латвия, Литва, Малайзия, Мексика, Пакистан, Перу, Польша, Россия, Румыния, Таиланд, Турция, Украина, Филиппины, Чили, Южная Африка.

²Австралия, Дания, зона евро, Израиль, Канада, Корея, Новая Зеландия, Норвегия, САР Гонконг, Сингапур, Соединенное Королевство, США, Тайвань, провинция Китая, Чехия, Швейцария, Швеция и Япония.

Рисунок 1.2. Последние изменения на финансовых рынках

Финансовые условия заметно ухудшились осенью 2011 года, но впоследствии изменились в лучшую сторону. Экономические данные оказались более благоприятными, чем прогнозировалось, прежде всего в США, а меры политики привели к снижению премий за суверенный и банковский риск в зоне евро.



Источники: Bank of America/Merrill Lynch; Bloomberg Financial Markets; Citigroup; и расчеты персонала МВФ.

¹Десятилетние государственные облигации.

²Трехмесячная ЛИБОР минус ставка по трехмесячным государственным облигациям.

интегрированными, с огромным объемом трансграничного банковского кредитования, но надзор и регулирование оставались на национальном уровне. ЕЦБ однозначно *не* разрешалось быть кредитором последней инстанции, однако участники рынков исходили из допущения, что органы регулирования (правительства и центральные банки) будут готовы предоставить им защиту, если возникнут проблемы. Вследствие представления о том, что страны или банковские системы были слишком большими или сложными, чтобы допустить их банкротство, предполагалось, что их обязательства подкреплены подразумеваемыми гарантиями. В этих условиях рыночные силы не функционировали надлежащим образом: суверенные и кредитные риски недооценивались и неправильно отражались в цене активов, что приводило к значительным расхождениям между странами по салдо бюджетных счетов и счетов внешних текущих операций.

Со времени начала кризиса зоне евро пришлось разрабатывать новые механизмы поддержки государств-членов с высоким уровнем задолженности, жестко ограничивая при этом бюджетные расходы. Опасения относительно оказания экстренной помощи инвесторам и бремени для государственных бюджетов побудили членов зоны евро рассмотреть возможность реструктуризации суверенного долга Греции. Впоследствии связанный с Грецией кризис нарастал в течение лета на фоне продолжавшихся переговоров относительно участия частного сектора; это вызвало у участников рынков опасения того, что другие суверенные заемщики могут счесть реструктуризацию долга частичной альтернативой действительному ограничению бюджетных расходов и поддержке со стороны других стран зоны евро. Рынки, в частности, пересмотрели уровни риска по итальянским облигациям: были снижены рейтинги корпоративных, банковских и государственных ценных бумаг. После стресс-тестов, проведенных Европейской банковской организацией (ЕБО), зона евро первоначально не имела четкой «дорожной карты», ни явных ресурсов для рекапитализации банков, которые были признаны нуждающимися в дополнительном капитале.

Работа над решением этих проблем продолжается. С сентября прогресс в этой области ускорился. Меры включают принятое недавно решение объединить Европейский механизм стабильности (ЕМС) и Европейский фонд финансовой стабильности (ЕФФС), введение трехлетних ДСОП ЕЦБ, публикацию ЕБО планов рекапитализации банков, решение декабрьского саммита об ускорении реализации договора о ЕМС с завершением ее в середине

2012 года и совершенствовании бюджетного управления и координации политики, а также меры на национальном уровне по укреплению состояния бюджетов и проведению структурных реформ, в том числе в Испании и Италии. Риск кризиса также уменьшился в результате достигнутого прогресса в Греции, хотя проблемы в Греции и в других странах на периферии зоны евро, вероятно, будут сохраняться еще долгое время.

Перспективы

Перспективы мировой экономики вновь медленно улучшаются, но все еще очень непрочно. Рост реального ВВП в 2012–2013 годах должен постепенно ускориться после нижней точки спада, достигнутой в первом квартале 2012 года (таблица 1.1; рис. 1.1, панели 2 и 3). Это новое ускорение будет обусловлено улучшением финансовых условий, адаптивной денежно-кредитной политикой, сохранением темпов ужесточения налогово-бюджетной политики на уровне 2011 года и особыми факторами (восстановлением в Японии и Таиланде). Тем не менее, этот подъем все еще будет подвержен ряду серьезных рисков снижения темпов. Относительно рисков, связанных с ситуацией в Европе, прогнозы ПРМЭ предполагают, что директивные органы не допустят того, чтобы нисходящая спираль, аналогичная спаду в Греции, распространилась на другую экономику на периферии зоны евро. Вместе с тем, предполагается, что дополнительная поддержка может быть предоставлена только в случае нового витка потрясений на рынках. Таким образом, ожидается, что суверенные спреды и стресс в банковской системе зоны евро будут оставаться волатильными и снижаться лишь постепенно.

Ужесточение финансовых условий, прежде всего в зоне евро

Финансовые условия, по прогнозу, смягчатся, но будут оставаться более жесткими, чем предполагалось в сентябрьском выпуске «Перспектив развития мировой экономики» 2011 года. В апрельском выпуске «Доклада по вопросам глобальной финансовой стабильности» 2012 года особо отмечаются сохраняющиеся высокие риски для финансовой стабильности по сравнению с периодом шесть месяцев назад, несмотря на принимаемые меры для сдерживания долгового и банковского кризиса в зоне евро. В зоне евро суверенным заемщикам и банкам в 2012 году потребуются значительный объем

Рисунок 1.3. Текущие и перспективные индикаторы¹

Опережающие индикаторы указывают на то, что спад активности завершается. Рост мирового объема производства может стимулировать восстановление запасов и инвестиции по мере преодоления нарушений предложения, вызванных землетрясением и цунами в Японии и наводнением в Таиланде. Цены на нефть, по прогнозу, будут расти значительно меньше, чем в 2011 году, что обеспечит некоторую поддержку росту потребления.



Источники: Haver Analytics, NTC Economics и расчеты персонала МВФ.

¹ Не все страны включены в агрегированные региональные показатели. По некоторым странам месячные данные интерполированы на основе квартальных рядов.

² Аргентина, Болгария, Бразилия, Венгрия, Венесуэла, Индия, Индонезия, Китай, Колумбия, Латвия, Литва, Малайзия, Мексика, Пакистан, Перу, Польша, Россия, Румыния, Таиланд, Турция, Украина, Филиппины, Чили, Южная Африка.

³ Австралия, Дания, зона евро, Израиль, Канада, Корея, Новая Зеландия, Норвегия, САП Гонконг, Сингапур, Соединенное Королевство, США, Тайвань, провинция Китая, Чехия, Швейцария, Швеция, Япония.

⁴ На основе отклонений от оценочного (коинтеграционного) соотношения между мировым промышленным производством и розничными продажами.

⁵ Взвешенные по ППС средние цены металлоизделий и машин в зоне евро, зданий, сооружений и оборудования в Японии, зданий, сооружений и машин в Соединенном Королевстве и оборудования и программного обеспечения в США.

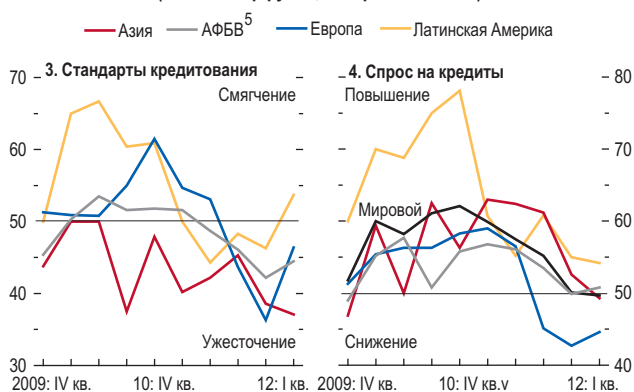
⁶ В долларах США за баррель, простое среднее спотовых цен на нефть UK Brent, Dubai Fateh и West Texas Intermediate.

Рисунок 1.4. Условия в странах с формирующимся рынком

Финансовые условия в странах с формирующимся рынком начали ужесточаться осенью 2011 года. Процентные ставки повысились на фоне общего бегства от риска. Условия финансирования для банков ухудшились, что способствовало ужесточению стандартов кредитования, а притоки капитала сократились. Вместе с тем, эти потоки теперь возобновляются с новой силой, а спреды по рискам снова уменьшились.



Условия банковского кредитования в странах с формирующимся рынком (индекс диффузии, нейтральный = 50)



Источники: Bloomberg Financial Markets, Capital Data, Haver Analytics, EPFR Global, IIF Emerging Markets Bank Lending Survey и расчеты персонала МВФ.

¹Спред по индексу JPMorgan EMBI Global Index.

²Спред по индексу JPMorgan CEMBI Broad Index.

³ЕЦБ – Европейский центральный банк.

⁴ДСОР – долгосрочные операции рефинансирования.

⁵АФБВ – Африка и Ближний Восток.

рефинансирования, по оценкам, в размере 23 процентов ВВП. Давление, обусловленное сокращением доли заемных средств, также, вероятно, будет оставаться повышенным, поскольку в течение следующих двух лет балансы банков сократятся на 2,6 триллиона долл. США. Хотя это давление, вероятно, затронет, главным образом, страны на периферии зоны евро и страны Европы с формирующимся рынком, оно будет оказывать сдерживающее влияние на рост в основных странах, которое может усилиться в случае ухудшения условий финансирования.

Механизм ДСОР ЕЦБ позволил предотвратить кризис, обусловленный проблемами ликвидности, заменив частное финансирование официальным, но принципиальные недостатки сохраняются. Проведенная недавно ЕБО оценка планов банков в отношении капитала позволяет предположить, что в целом меры по капиталу обеспечат удовлетворительное решение проблемы недостатка капитала, ограничив негативное воздействие на кредит реальному сектору. ДСОР также помогли стимулировать спрос на суверенные бумаги (в том числе со стороны банков), что способствовало снижению спредов по риску. Более низкие спреды содействовали восстановлению цен на акции и уменьшили потребность в быстром снижении левиреджа в банках. Кроме того, рынки, возможно, восприняли ДСОР как сигнал более твердой решимости ЕЦБ сделать все необходимое для стабилизации финансовых условий.

Тем не менее, напряженность на рынках суверенного финансирования сохраняется и, вероятно, будет лишь медленно снижаться с текущих уровней, по мере того как правительства будут постепенно восстанавливать доверие инвесторов посредством успешной консолидации и структурных реформ. Эта напряженность в сочетании с более слабой активностью будет и далее сказываться на рынках корпоративного финансирования. Между тем, риск возобновления кризиса будет продолжать негативно влиять на финансовые условия.

В этих условиях банковское кредитование в пострадавших от кризиса странах зоны евро, которое уже резко сократилось, вероятно, будет оставаться на очень низком уровне (рис. 1.5, панель 1), поскольку банки стремятся укрепить свои балансы, чтобы избежать государственного вмешательства или санации и вновь получить доступ к рынку финансирования¹. В основных странах зоны

¹В то же время, исходя из планов банков, ожидается, что сокращение кредитования будет лишь в небольшой степени способствовать повышению коэффициентов капитала первого

евро финансовые условия, вероятно, будут оставаться значительно менее жесткими, чем в странах на периферии. Тем не менее (хотя это сопряжено со значительной неопределенностью), исходя из расчетов в апрельском выпуске «Доклада по вопросам глобальной финансовой стабильности» 2012 года по сценарию «текущих мер политики», представляется, что сокращение доли заемных средств в балансах могло бы привести к существенному снижению кредитования в зоне евро в целом, причем наибольшая часть этого сокращения приходится на страны на периферии.

За пределами Европы вторичные эффекты ситуации в зоне евро для экономической активности, вероятно, будут ограниченными, пока кризис в зоне евро будет оставаться под контролем, как предполагается в прогнозах. Основными каналами являются снижение уверенности, сокращение торговли и усиление финансовой напряженности (рис. 1.6).

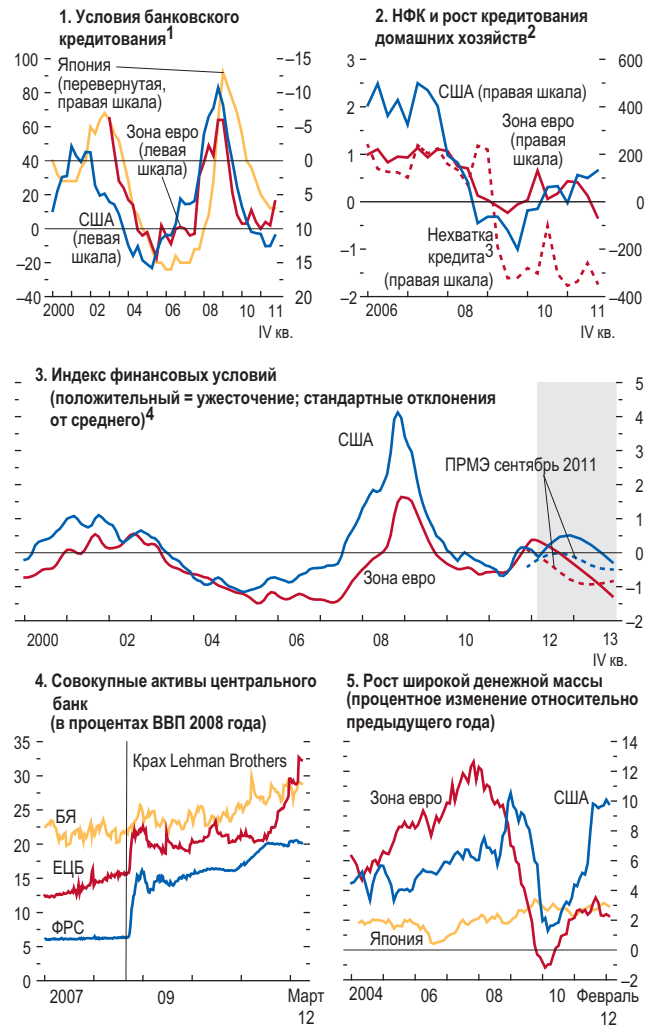
Эти факторы более подробно рассматриваются в главе 2 и в разделе «Вторичные эффекты» главы 2.

- Рынки облигаций Германии, Соединенного Королевства, США, Швейцарии и Японии испытывают приток капитала, привлекаемого статусом «надежного убежища», что снижает ставки по долгосрочным государственным облигациям (см. рис. 1.2, панель 2). Эта тенденция компенсирует воздействие усиливающегося неприятия риска на стоимость финансирования для корпораций на некоторых из этих рынков. В Японии и Швейцарии эти притоки привели к значительной изменчивости валютных курсов, что послужило поводом для официальных интервенций.
- В результате распространения влияния потрясений в зоне евро значительно уменьшился приток капитала во многие страны с формирующимся рынком, что привело к повышению процентных спредов и снижению цен на активы. Вместе с тем, недавнее смягчение напряженности уже вызвало резкую смену направления потоков (см. рис. 1.4, панель 2). Реальные эффекты этого оттока в большинстве регионов были невелики во многом потому, что они помогли снизить завышенные обменные курсы и ослабить давление на сектора, испытывающие перегрев. Потоки капитала, вероятно, будут оставаться волатильными, осложняя проведение политики. Как отмечается в апрельском выпуске «Доклада по вопросам глобальной финансовой стабильности» 2012 года, поскольку многие страны с формирующимся

уровня до девяти процентов в соответствии с рекомендацией ЕБО (см. также апрельский выпуск «Доклада по вопросам глобальной финансовой стабильности» 2012 года).

Рисунок 1.5. Условия на рынках кредита

Условия кредитования в зоне евро заметно ужесточились в последний период, а темпы роста кредита упали в конце 2011 года. В США и Японии ситуация складывалась более позитивно. В дальнейшем можно ожидать некоторого смягчения условий. В США и зоне евро балансы центральных банков существенно увеличились, но в Японии этого не произошло. Темпы роста широкой денежной массы остаются очень невысокими в зоне евро и Японии, но возросли в США соответственно повышению экономической активности.



Источники: Банк Японии (БЯ); Bloomberg Financial Markets, Европейский центральный банк (ЕЦБ); Федеральная резервная система (ФРС); Haver Analytics; расчеты персонала МВФ.

¹Процентная доля респондентов, указавших, что стандарты кредитования «значительно» или «несколько» ужесточились за предыдущие три месяца. Обследование изменений стандартов по кредитам или кредитным линиям для компаний в зоне евро; среднее по обследованиям изменений стандартов для кредитования коммерческих/промышленных фирм и кредитования коммерческой недвижимости в США; индекс диффузии «адаптивные» минус «жесткие». Обследование Танкан кредитной политики финансовых организаций в Японии.

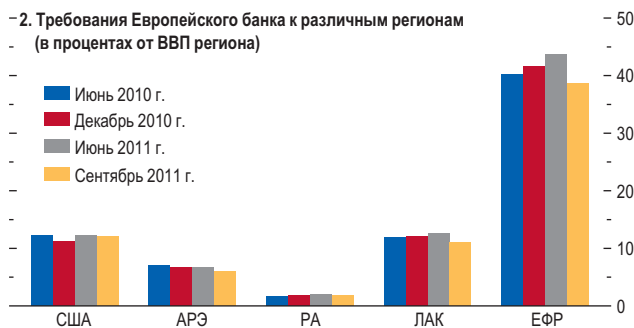
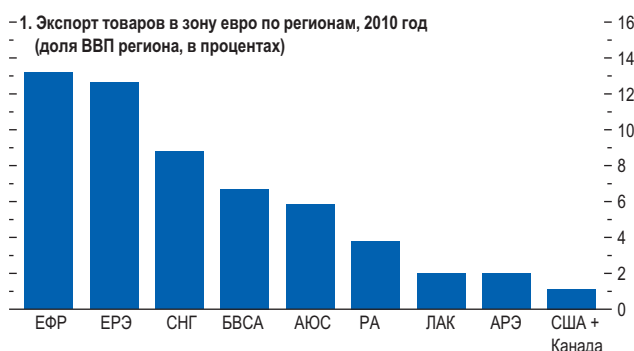
²НФК — нефинансовые корпорации. Изменение уровня непогашенных сумм в миллиардах единиц национальной валюты.

³Нехватка кредита является остаточной величиной регрессии реального роста кредита частному сектору по росту реального ВВП в зоне евро.

⁴Ретроспективные данные являются ежемесячными, а прогнозы — ежеквартальными.

Рисунок 1.6. Вторичные эффекты зоны евро¹

Вторичные эффекты ситуации в зоне евро для активности в других регионах, вероятно, будут ограниченными; исключение составляют страны Европы, имеющие тесные торговые и банковские связи с зоной евро.



Источники: Банк международных расчетов, «Географическая структура торговли» МВФ и расчеты персонала МВФ.

¹АРЭ — страны Азии с развитой экономикой; АЮС — страны Африки к югу от Сахары; БВСА — страны Ближнего Востока и Северной Африки; ЕРЭ — страны Европы с развитой экономикой, исключая страны зоны евро; ЕФР — страны Европы с формирующимся рынком; ЛАК — страны Латинской Америки и Карибского бассейна; РА — страны Азии с развивающейся экономикой, СНГ — Содружество Независимых Государств; США — Соединенные Штаты Америки.

рынком находятся на более поздней стадии кредитного цикла, сейчас меньше возможностей для смягчения кредитной политики в случае ухудшения потоков капитала.

Вторичные эффекты снижения доли заемных средств в банках более ощутимы, главным образом в Европе (рис. 1.6, панель 2). Страны Центральной и Восточной Европы (ЦВЕ) и различные страны Содружества Независимых Государств (СНГ) наиболее уязвимы и уже испытали существенное снижение доли заемных средств в третьем квартале 2011 года; эта тенденция, вероятно, продолжалась более высокими темпами в четвертом квартале. Вместе с тем, в некоторых из наиболее крупных экономик продолжается значительный приток портфельных инвестиций. Другие страны с формирующимся рынком либо менее зависимы от снижения леввериджа в европейских банках, либо национальные организации имеют возможность внести свой вклад, хотя и при более высоких издержках. Однако если нарушения в зоне евро ухудшатся, доступ к финансированию, скорее всего, станет более ограниченным во всех странах.

Изменения во внутренней экономике в целом указывают на небольшое ужесточение финансовых условий в других регионах мира кроме США. В США динамика банковского кредитования и последние обследования свидетельствуют о постепенном смягчении условий, но с очень жестких исходных уровней. Кредитование со стороны средних и мелких банков может еще некоторое время сдерживаться проблемами привлечения средств на рынке и слабым состоянием портфелей, связанных с недвижимостью. Во многих странах с формирующимся рынком кредитные обследования указывают на ужесточение условий в результате затрудненного доступа к финансированию внутри страны и за рубежом (рис. 1.4, панели 3 и 4). В Китае и Индии рост банковского кредита замедлился на фоне обеспокоенности относительно ухудшения качества кредитов. Сохраняющиеся повышенные уровни кредита или его ускоренный рост вызывают обеспокоенность в той или иной степени в Аргентине, Бразилии, Индонезии, Колумбии и Турции.

Небольшое смягчение глобальных денежно-кредитных условий

В целом ожидается, что денежно-кредитная политика будет оставаться мягкой (рис. 1.7, панель 1). Многие центральные банки уже отреагировали на ослабление активности снижением директивных ставок (в Австралии, Бразилии, зоне евро, Израиле,

Индонезии, Румынии, Таиланде, Турции и Филиппинах). Недавно Банк Японии и Банк Англии расширили свои нетрадиционные формы интервенций, а ФРС заявила о намерении при определенных условиях сохранять исключительно низкие процентные ставки, по крайней мере, до последних месяцев 2014 года; это, возможно, способствовало продлению периода снижения процентных ставок и ослабило доллар США.

- Ожидается, что в США и Японии процентные ставки будут оставаться близкими к нулевому нижнему пределу как минимум еще два года. В отношении зоны евро рынки отражают в своих ценах предполагаемое небольшое смягчение политики; в других странах с развитой экономикой ожидается, что директивные ставки будут оставаться неизменными или немного снизятся.
- В различных странах с формирующимся рынком в целом ожидается, что ставки будут стабильными или несколько снизятся. В странах, где макроprudенциальные меры успешно сдержали перегрев на рынках недвижимости, органы регулирования могли бы смягчить некоторые из этих мер.

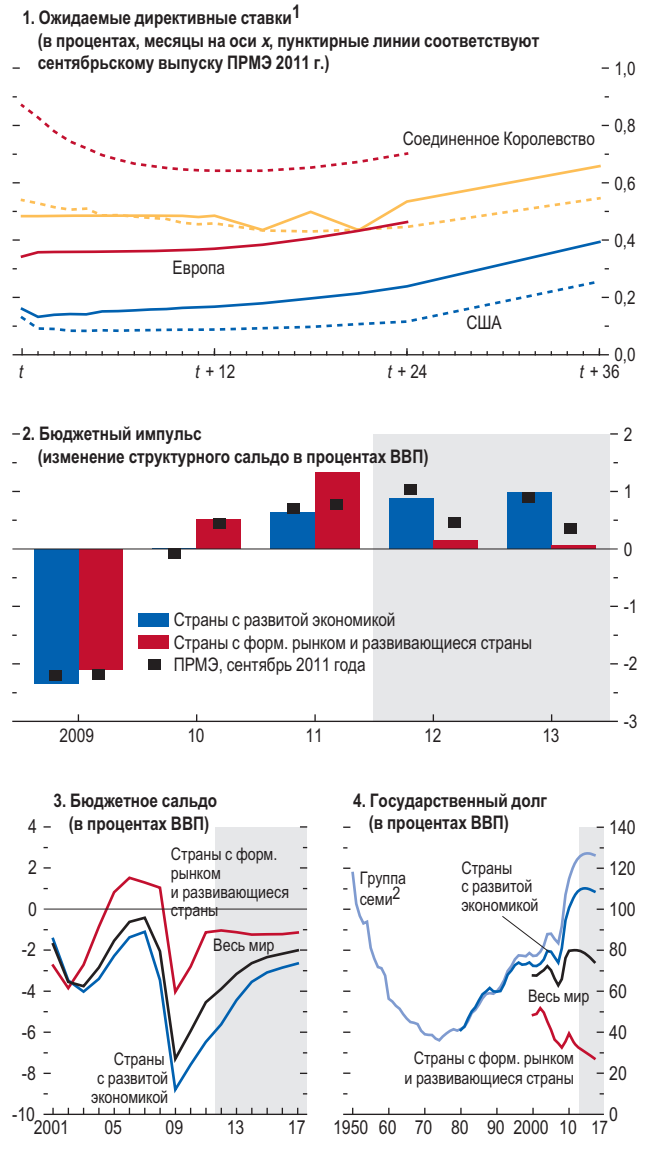
Продолжающееся ужесточение налогово-бюджетной политики

Ужесточение налогово-бюджетной политики на мировом уровне в 2012 году будет немного меньше, чем в 2011 году, главным образом в результате реконструкции в Японии и значительно меньшего ужесточения политики в странах с формирующимся рынком. Ужесточение политики будет сосредоточено в странах с развитой экономикой (рис. 1.7, панели 2 и 3).

- В зоне евро, по прогнозу, степень сокращения бюджетных расходов возрастет в 2012 году до примерно 1½ процента ВВП, по сравнению с примерно 1 процентом ВВП в 2011 году. В США прогнозируемое ужесточение в 2012 году составляет примерно 1¼ процента ВВП, по сравнению с менее чем ¾ процента ВВП в 2011 году. В Японии расходы на реконструкцию после землетрясения (эквивалентные ¾ процента ВВП) будут одним из факторов увеличения структурного дефицита приблизительно на ½ процента ВВП. Ожидается, что в 2013 году темпы ужесточения снизятся в зоне евро, но повысятся в США и Японии.
- В странах с формирующимся рынком и развивающихся странах прогнозируется снижение темпов ужесточения бюджетной политики с примерно 1¼ процента ВВП в 2011 году до менее

Рисунок 1.7. Денежно-кредитная и налогово-бюджетная политика

Ожидается, что директивные ставки в странах с развитой экономикой будут длительное время оставаться без изменений. Налогово-бюджетная политика в 2012 году, по прогнозу, будет ужесточаться, но приблизительно теми же темпами, что в 2011 году: больше в странах с развитой экономикой и меньше в странах с формирующимся рынком и развивающихся странах. Прогнозируется, что государственный долг достигнет очень высокого уровня в странах с развитой экономикой в 2017 году, но будет оставаться низким в странах с формирующимся рынком и развивающихся странах.



Источники: Bloomberg Financial Markets и оценки персонала МВФ.
¹ Ожидания на основе ставки по федеральным фондам для США, ставки по суточным межбанковским кредитам в фунтах стерлингов для Соединенного Королевства и форвардных ставок предложения по межбанковским кредитам в евро для Европы; данные обновлены 3 апреля 2012 года.
² В Группу семи входят Германия, Италия, Канада, Соединенное Королевство, США, Франция и Япония.

чем ¼ процента ВВП в 2012 году, главным образом в результате менее масштабного сокращения расходов в некоторых ведущих странах с формирующимся рынком (например, в Индии, Китае и России).

Отношения валового долга к ВВП дополнительно повысятся во многих странах с развитой экономикой, причем особенно резко в странах Группы семи, до примерно 130 процентов к 2017 году. Без принятия более широких мер, чем планируется в настоящее время, ожидается, что в прогнозный период коэффициенты задолженности достигнут 256 процентов в Японии, 124 процентов в Италии, примерно 113 процентов в США и 91 процента в зоне евро. В странах зоны евро, входящих в Группу семи, эти уровни будут достигнуты в 2013 году и затем снизятся, тогда как в США и Японии прогнозируется рост коэффициентов задолженности в течение всего прогнозного периода, до 2017 года. Во многих странах с формирующимся рынком и развивающихся странах, напротив, отношение долга к ВВП снизится; общий коэффициент по этой группе опустится ниже 30 процентов к 2017 году. В апрельском выпуске «Бюджетного вестника» 2012 года приводится более подробная информация по отдельным странам и анализируется роль допущений относительно роста и процентных ставок в определении динамики долга.

Волатильные или снижающиеся цены на биржевые товары

Цены на нефть резко повысились до примерно 115 долл. США за баррель в 2010 году и в начале 2011 года и затем снизились до примерно 100 долл. США за баррель, а теперь снова вернулись к уровню примерно 115 долл. США за баррель (рис. 1.3, панель 5). Производство восстановилось в Ливии, но сократилось в ряде других членов Организации стран-экспортеров нефти (ОПЕК), а в странах, не входящих в ОПЕК, объем производства оставался относительно низким. Кроме того, рост цен на нефть подстегивали геополитические риски, в частности связанные с Исламской Республикой Иран. В прогнозах на 2012–2013 годы предполагается, что цены на нефть опустятся до примерно 110 долл. США за баррель в 2013 году, в соответствии с ценами на фьючерсных рынках, но в текущих условиях низкие уровни запасов и ограниченные резервные мощности создают серьезные риски превышения прогноза.

Лучшие, чем ожидалось, макроэкономические результаты в последнее время создали временный стимул для повышения цен на другие биржевые

товары, но эти цены остаются намного ниже, чем в 2011 году. Прогнозы ПРМЭ предполагают снижение индекса цен на нетопливные биржевые товары на 10,3 процента в 2012 году и 2,7 процента в 2013 году (см. таблицу 1.1). Важным фактором в этом отношении является улучшение перспектив предложения продовольственных товаров в 2012 году. Уровни запасов все еще низки, что создает риски, но, как представляется, происходит возврат к более нормальным уровням. Это — хорошая новость для многих уязвимых домашних хозяйств.

Прогноз на 2012–2013 годы

Рост реального ВВП, по прогнозу, замедлится с приблизительно 4 процентов в 2011 году до примерно 3½ процента в 2012 году и вернется к уровню 4 процента в 2013 году (см. таблицу 1.1). В странах с развитой экономикой прогнозируются темпы роста порядка 1½ процента в 2012 году и 2 процентов в 2013 году. Ввиду низкой уверенности, бюджетной консолидации и все еще жестких финансовых условий в ряде стран, прогнозируется, что после роста примерно на 1½ процента в 2011 году, ВВП зоны евро сократится примерно на ¼ процента в 2012 году. В 2013 году следует ожидать нового повышения темпов роста до приблизительно 1 процента, чему будут способствовать улучшение финансовых условий и меньшее ужесточение налогово-бюджетной политики; тем не менее, разрыв между фактическим и потенциальным объемом производства будет оставаться больше 2 процентов от потенциального ВВП, по сравнению с примерно 1½ процента в 2011 году. В США прогнозируется некоторое ускорение роста реального ВВП относительно 2011 года, с темпами примерно 2–2½ процента в 2012–2013 годах, что подразумевает лишь небольшое изменение разрыва между фактическим и потенциальным объемом производства, составляющего 5 процентов ВВП. В Японии, по прогнозу, рост реального ВВП составит приблизительно 2 процента в 2012 году, восстановившись после сокращения производства в 2011 году, связанного с землетрясением и наводнениями в Таиланде. Ситуация на рынках труда, вероятно, будет оставаться очень сложной во многих странах с развитой экономикой. Обеспокоенность также вызывает тот факт, что значительную часть прироста ВВП после нижней точки спада составила прибыль (вставка 1.1) и, вероятно, потребует некоторое время, прежде чем сложатся условия для устойчивого повышения реальной заработной платы. В связи с этим правительства должны предоставить

достаточную помощь безработным в форме поддержки дохода, обучения и профессиональной подготовки, а также ресурсов для поиска работы.

В странах с формирующимся рынком и развивающихся странах прогнозируется, что темпы роста будут оставаться на уровне 5½–6 процентов до конца 2013 года. Ожидается, что небольшие отрицательные вторичные эффекты, связанные с зоной евро, будут в основном компенсированы смягчением денежно-кредитной политики и меньшим ужесточением налогово-бюджетной политики, за исключением ряда стран ЦВЕ и СНГ. В странах Азии с формирующимся рынком восстановление после наводнений в Таиланде и больший спрос со стороны Японии помогут стимулировать рост производства. В Латинской Америке финансовые условия и цены на биржевые товары остаются благоприятными; недавнее ужесточение политики будет некоторое время сдерживать рост активности, но перспективы должны улучшиться позднее в 2012 году. Регион БВСА ожидают сложные перспективы в ближайший период. В странах-импортерах нефти не ожидается повышения темпов роста из-за возрастающей неопределенности внутри стран и сложных внешних условий, а перспективы экспортёров нефти также ограничены вследствие отсутствия роста добычи нефти и газа (прогнозируемое повышение темпов роста в 2012 году отражает оживление активности в Ливии). В странах АЮС активность должна оставаться относительно высокой, отчасти благодаря росту добычи как нефти, так и минеральных ресурсов. Проблемы рынка труда в странах с формирующимся рынком и развивающихся странах существенно различаются. Уровни безработицы очень высоки в ряде стран ЦВЕ и СНГ, пострадавших от кризиса, а также в регионе БВСА, где создание рабочих мест идет медленно, но при этом ряды ищущих работу пополняет много молодежи. Во многих странах Азии с формирующимся рынком и странах Латинской Америки уровни безработицы, напротив, относительно низки благодаря быстрому экономическому росту в последние годы.

Прогнозируется, что динамика потребления в 2012 году немного улучшится относительно 2011 года. Продолжающееся снижение доли заемных средств домашними хозяйствами и органами государственного управления означает, что рост потребления домашних хозяйств существенно не ускорится в основных странах с развитой экономикой (рис. 1.3, панель 3). Это резко контрастирует с динамикой потребления в странах с формирующимся рынком и развивающихся странах, которые

до настоящего времени являются лидерами экономического подъема (вставка 1.2). В США ожидается, что потребление не пострадает от ужесточения бюджетной политики благодаря улучшению ситуации на рынке труда и меньшему числу повышений цен на энергоносители и продукты питания. Норма сбережения, по прогнозу, будет в целом стабильной, примерно 4–4½ процента. Низкие цены на недвижимость снижают чистую стоимость активов, стимулируя сбережения, тогда как отношение долга к доходу опустилось до уровней 2004 года (рис. 1.8, панель 1). В зоне евро перспективы потребления в целом остаются слабыми из-за снизившихся уровней уверенности, занятости и дохода и высоких уровней долга в ряде стран на периферии. Под эту тенденцию, возможно, не попадают Германия и несколько других стран. Ожидается, что во многих странах с формирующимся рынком и развивающихся странах потребление будет оставаться устойчивым ввиду динамичного развития рынков труда.

Возросшая неопределенность, ускорившееся снижение доли заемных средств банками в зоне евро и ужесточение кредитной политики в отдельных странах с формирующимся рынком указывают на вероятность замедления роста инвестиций в основные фонды (рис. 1.3, панель 4). Инвестиции (в том числе в запасы) могут временно возрасти вследствие потребности в наращивании мощностей, чтобы компенсировать сокращение производства в результате стихийных бедствий (рис. 1.3, панель 2). Однако высокая неопределенность и более жесткие финансовые условия будут иметь противоположные последствия в зоне евро и странах ЦВЕ и СНГ. В различных странах с формирующимся рынком, в частности в Китае, происходит охлаждение на рынках недвижимости, что подразумевает замедление роста инвестиций в строительство.

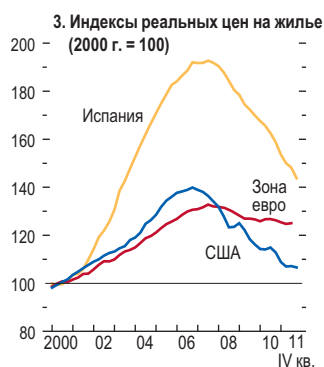
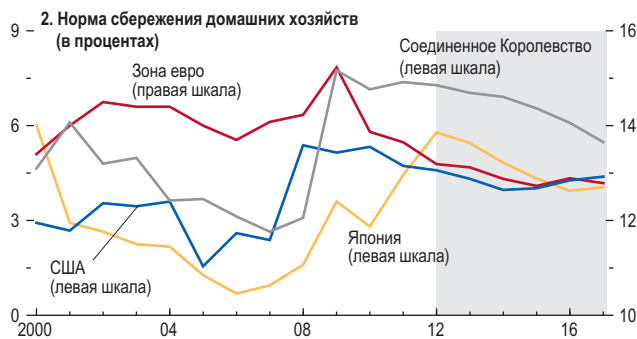
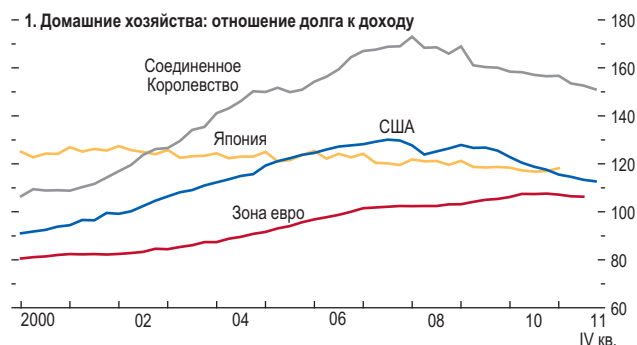
Несмотря на существенные незадействованные мощности в основных странах с развитой экономикой, в других странах развитие экономики будет близко к потенциальному уровню или превышать его, поэтому инфляционная динамика будет различаться (рис. 1.9).

- Повышения цен на биржевые товары поддерживают общий уровень инфляции в основных странах с развитой экономикой. В то же время базовая инфляция и прирост заработной платы остаются на низком уровне. В США и зоне евро затраты на рабочую силу в расчете на единицу продукции соответственно снижались или оставались на том же уровне в последние несколько лет. Поскольку условия на рынке труда

Рисунок 1.8. Балансы и нормы сбережения

(В процентах, если не указано иное)

Балансы в США улучшились, но чистая стоимость активов домашних хозяйств остается низкой, что сдерживает потребление. Нормы сбережения, по прогнозу, будут в основном следовать боковому тренду. В зоне евро балансы укрепились в меньшей степени, и может потребоваться дальнейшая коррекция цен на жилье.



Источники: Haver Analytics; Организация экономического сотрудничества и развития; оценки персонала МВФ.

улучшаются очень постепенно, общий уровень инфляции в США, по прогнозу, снизится до приблизительно 2 процентов в 2013 году (рис. 1.9, панель 1). Прогноз для зоны евро на 2013 год составляет примерно 1½ процента. В Японии прогнозируется, что цены будут в основном следовать боковому тренду.

- Перспективы инфляции для стран с формирующимся рынком различаются в большей степени (рис. 1.9, панели 3 и 4). Как рассматривается в главе 2, недавнее снижение инфляции отчасти обусловлено более низкими ценами на биржевые товары. В странах Европы с формирующимся рынком ситуация неоднозначна, но ожидается, что инфляционное давление уменьшится в 2012 году. В странах Азии с формирующимся рынком общий уровень инфляции снижается, и ожидается, что эта тенденция сохранится. Вместе с тем, по прогнозу, инфляция будет оставаться повышенной в некоторых странах региона, в частности в Индии, и усилится в Индонезии. В Латинской Америке экономика многих ведущих стран близка к потенциалу и прогнозируется лишь небольшое снижение инфляции. В СНГ, БВСА и некоторых странах АЮС ожидается, что инфляционное давление будет оставаться существенно повышенным вследствие адаптивной макроэкономической политики и сбоев на стороне предложения.

Среднесрочные перспективы и глобальные дисбалансы

Среднесрочные перспективы остаются очень напряженными для стран с развитой экономикой, но намного лучше для стран с формирующимся рынком и развивающихся стран. Ключевой вопрос состоит в том, не являются ли прогнозы для стран Азии с формирующимся рынком и Латинской Америки слишком оптимистичными, учитывая пересмотр в сторону снижения потенциального объема производства в странах с развитой экономикой (рис. 1.10, панель 1) и небольшое, но устойчивое отставание от прогнозов в последние пару лет (см. рис. 1.1, панель 4). В предыдущих выпусках «Перспектив развития мировой экономики» в качестве движущих сил экономического роста назывались высокие темпы роста кредита (рис. 1.10, панели 2 и 3), бум активности, связанной с недвижимостью, и высокие цены на биржевые товары. Опыт говорит о том, что за эпизодами быстрого роста кредита и ВВП, как правило, следуют периоды значительно более медленного роста. Это правило

соблюдается также после эпизодов быстрого роста цен на биржевые товары, как рассматривается далее в главе 4. Следовательно, директивным органам не следует полагать, что высокие результаты в последний период, в основном обусловленные теми же факторами, дают хорошее представление о результатах в будущем.

Согласно последним прогнозам ПРМЭ, увеличения глобальных дисбалансов более не ожидается, главным образом вследствие снижения профицитов Японии и экспортеров нефти и уменьшения дефицитов США и других регионов (рис. 1.11, панель 3). Поскольку резкое снижение потребления относительно докризисных прогнозов в США и других странах, имеющих дефицит, не было компенсировано повышением темпов роста внутреннего спроса в странах, имеющих профицит, включая Китай, это привело к значительному снижению мирового спроса относительно докризисных прогнозов. Этот результат отражает эксцессы, которые требовалось устранить в странах, имеющих дефицит, и недостатки политики в странах, имеющих профицит.

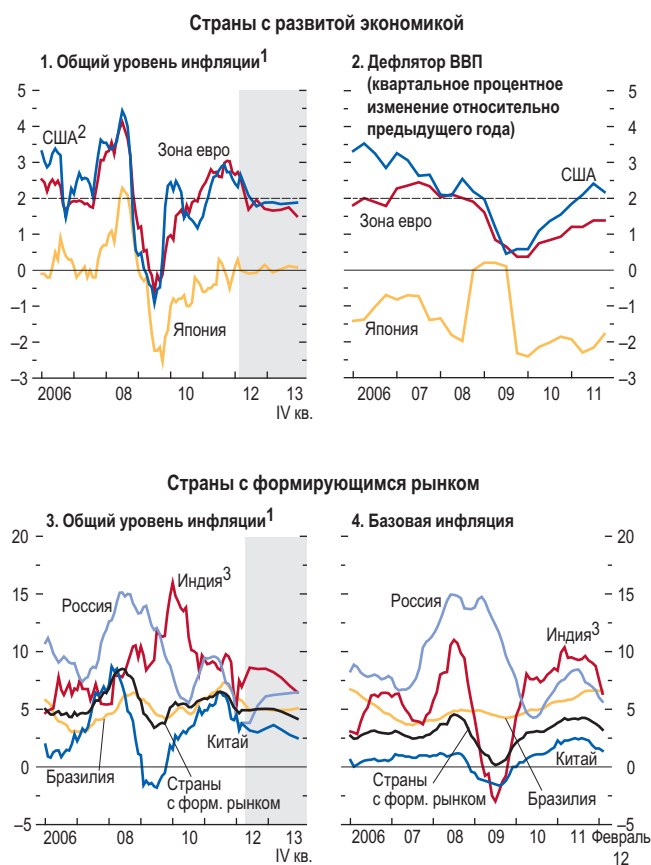
Следствия новых прогнозов счетов текущих операций все еще изучаются в связи с разработкой новой методологии для оценки многосторонней согласованности реальных эффективных обменных курсов. Главное изменение среди основных валют со времени публикации сентябрьского выпуска «Перспектив развития мировой экономики» 2011 года состоит в повышении на 6–7 процентов реальных эффективных обменных курсов доллара США и юаня и значительном пересмотре в сторону снижения среднесрочного прогноза профицита счета текущих операций Китая. Тем не менее, все еще ожидается, что его профицит будет повышаться относительно текущих уровней по мере преодоления циклических факторов (вставка 1.3) и достигнет относительно высокой доли мирового ВВП. Как следствие, не прогнозируется снижения доли стран Азии с формирующимся рынком в сальдо счетов текущих операций (см. рис. 1.11, панель 3). Кроме того, снижение внешнего дисбаланса Китая сопровождается усиливающейся напряженностью, вызванной еще не устраненными внутренними дисбалансами (высокими инвестициями и низким потреблением). Это требует проведения дальнейших структурных реформ и корректировки обменных курсов, чтобы переориентировать стимулы с инвестиций, особенно в секторе внешнеторговых товаров, на повышение доходов домашних хозяйств и увеличение потребления.

Многие страны с формирующимся рынком продолжают накапливать международные

Рисунок 1.9. Мировая инфляция

(Изменение индекса потребительских цен за двенадцать месяцев, если не указано иное)

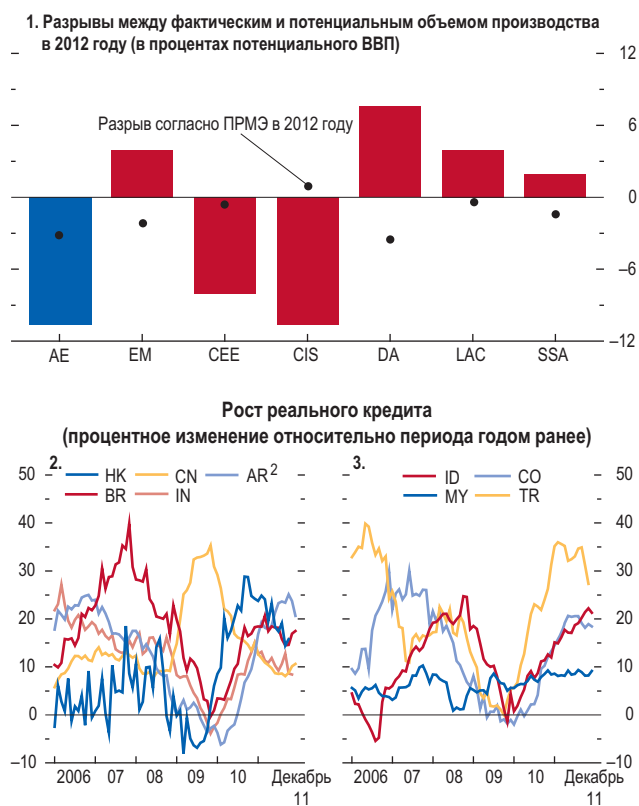
Инфляционное давление снижается. Ожидается, что в ведущих странах с развитой экономикой внутреннее инфляционное давление, измеряемое по дефлятору ВВП, будет оставаться очень низким. В странах с формирующимся рынком давление существенно различается, но в целом прогнозируется его небольшое снижение.



Источники: Haver Analytics и оценки персонала МВФ.
¹ Данные за прошлые периоды являются ежемесячными, а прогнозы — ежеквартальными.
² Дефлятор расходов на личное потребление.
³ Индекс потребительских цен для работников промышленности по общему уровню инфляции; индекс оптовых цен, исключая продовольствие и энергоносители, по базовой инфляции.

Рисунок 1.10. Страны с формирующимся рынком¹

Темпы роста во многих странах с формирующимся рынком в Азии и Латинской Америке превышают докризисные и, по прогнозу, эта тенденция будет сохраняться, в отличие от многих стран с развитой экономикой. Однако прогнозы ПРМЭ все еще отмечают наличие некоторых резервных мощностей. Кредит в этих странах также все еще растет высокими темпами. Периоды высоких темпов роста реального ВВП и кредита обычно сменяются периодами более медленного роста реального ВВП.



Источники: МВФ, «Международная финансовая статистика», и расчеты персонала МВФ.

¹AR — Аргентина, AE — страны с развитой экономикой, BR — Бразилия, CEE — Центральная и Восточная Европа, CIS — Содружество Независимых Государств, CN — Китай, CO: Колумбия, DA — развивающиеся страны Азии, EM — страны с формирующимся рынком, HK — САР Гонконг, ID — Индонезия, IN — Индия, LAC — Латинская Америка и Карибский бассейн, MY: Малайзия, SSA — Африка к югу от Сахары, TR — Турция. Под кредитом понимается кредитование банками частного сектора.

²Номинальный кредит дефлируется с использованием подготовленной персоналом МВФ оценки средней инфляции в провинциях страны.

резервы или другие иностранные активы (рис. 1.11, панель 2). В некоторых случаях это поведение вполне понятно; в других же резервы достигли очень высоких уровней, и продолжающееся их накопление обусловлено стремлением сохранить конкурентоспособный обменный курс.

Риски

Недавние меры политики помогли снизить риски, что подтверждается различными рыночными показателями риска, но мировая экономика остается необычно уязвимой. Двумя наиболее насущными рисками являются возобновление эскалации кризиса в зоне евро и усиление геополитической неопределенности, которая может вызвать резкое повышение цены на нефть. Другие риски включают растущее давление дезинфляции, особенно в некоторых странах зоны евро, и, в среднесрочной перспективе, нарушения на глобальных рынках облигаций, вызванные нестабильными политэкономическими системами и высокими уровнями бюджетного дефицита и долга в США и Японии и завершением кредитных бумов в некоторых странах с формирующимся рынком. Существуют также риски превышения прогноза: темпы роста могут оказаться выше, чем прогнозируется, если восстановление в США и зоне евро ускорится благодаря более решительным мерам по преодолению кризиса в зоне евро и повышению уверенности, и если спадет геополитическая напряженность и сократится премия за риск в цене на нефть. Большая уверенность и сокращение сбоев на стороне предложения также могут способствовать более энергичному восстановлению уровней мирового потребления товаров длительного пользования и инвестиций, с опорой на в целом здоровые балансы корпораций и менее дорогостоящий капитал.

Стандартная веерная диаграмма показывает, что риски уменьшились относительно сентябрьского выпуска «Перспектив развития мировой экономики» 2011 года (рис. 1.12, панель 1). Ширина 90-процентного доверительного интервала в прогнозе теперь несколько меньше, чем в сентябрьском прогнозе. Это сужение отражает меньшую дисперсию в прогнозах аналитиков по срокам погашения, ценам на нефть и VIX, индексу волатильности Чикагской биржи опционов (рис. 1.12, панель 3). В сентябрьском выпуске «Перспектив развития мировой экономики» 2011 года количественные индикаторы указывали на то, что риск серьезного замедления мирового роста (то есть снижения его темпов до уровня ниже 2 процентов в 2012 году)

составлял примерно 10 процентов. Согласно методологии персонала МВФ, эта вероятность снизилась до примерно 1 процента в 2012 году. Основу этой веерной диаграммы составляют четыре индикатора риска (рис. 1.12, панель 2):

- *Сред сроков погашения.* Исходя из прогнозов *Consensus Forecasts* по процентным ставкам, преобладают риски превышения прогноза роста на 2012 год.
- *S&P 500.* Цены опционов указывают на преобладание рисков превышения прогноза роста на 2012 год.
- *Инфляция.* На 2012 год существует риск превышения прогноза мировой инфляции, что, согласно веерной диаграмме, означает риск снижения темпов мирового роста².
- *Рынок нефти.* До конца 2013 года преобладают риски превышения прогноза цен на нефть и, как следствие, снижения темпов мирового роста.

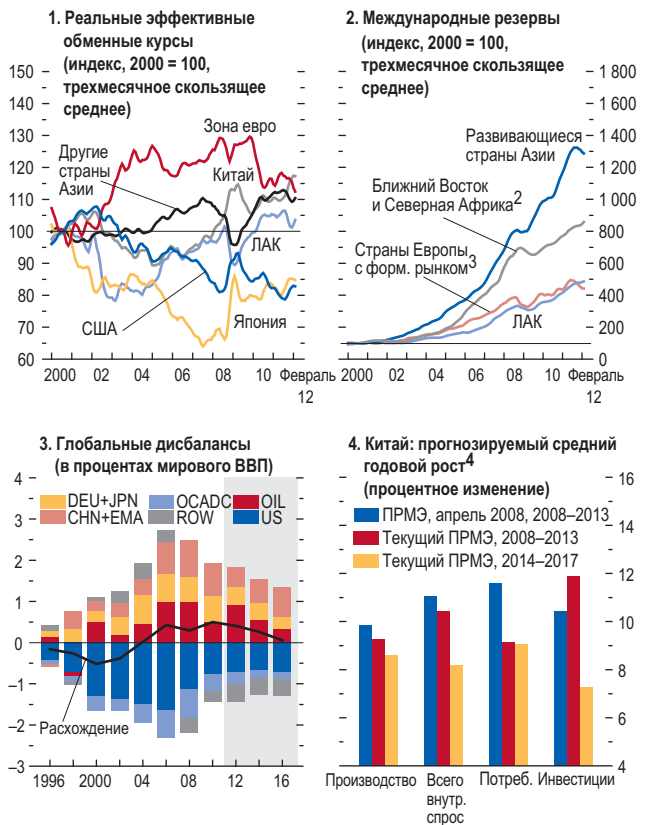
Веерная диаграмма отражает представление участников рынка о рисках, тогда как в Глобальной прогнозной модели (ГПМ) используется анализ персонала МВФ на основе модели и прогнозы ВВП и инфляции. Оценки ГПМ показывают, что в ряде стран с развитой экономикой все еще существует значительный риск новой рецессии (или продолжения существующей). Вероятность отрицательного роста объема производства в 2012 году составляет примерно 55 процентов в зоне евро, 15 процентов в США, 14 процентов в Японии и 3 процента в Латинской Америке (рис. 1.13, панель 1). Новые шоки или ошибки в политике могли бы привести к длительному периоду дефляции в одной из основных стран с развитой экономикой.

В среднесрочной перспективе угроза спирали долга и дефляции сохраняется в ряде стран, особенно в зоне евро, где дефлятор роста ВВП уже три года остается на уровне всего одного процента. Согласно прогнозам инфляции ГПМ, в последнем квартале 2013 года вероятность снижения потребительских цен превышает 25 процентов в зоне евро и 35 процентов в Японии (рис. 1.13, панель 2). При этом для США соответствующая вероятность меньше 10 процентов. Риски продолжительной

²Исходя из опыта, методология этой веерной диаграммы предполагает, что причинно-следственная связь идет от инфляции к росту, а не наоборот. В этом случае риск снижения инфляции означает, что денежно-кредитная политика может быть ослаблена в большей степени, чем ожидается, что привело бы к ускорению роста. См. дальнейший анализ в работе Elekdag and Kannan (2009). В настоящее время, однако, возможности для снижения процентных ставок в основных странах с развитой экономикой являются намного более ограниченными, чем обычно.

Рисунок 1.11. Глобальные дисбалансы¹

За последний период доллар США, иена и юань укрепились в реальном эффективном выражении, тогда как курсы большинства других валют понизились. Основные страны с формирующимся рынком, за исключением Китая, продолжали наращивать международные резервы. Дальнейшего роста глобальных дисбалансов не прогнозируется. Последний пересмотр среднесрочных прогнозов счета текущих операций в основном отражает снижение профицита в Китае.



Источники: МВФ, «Международная финансовая статистика» и оценки персонала МВФ.

¹CHN+EMA: САР Гонконг, Индонезия, Китай, Корея, Малайзия, Сингапур, Таиланд, Тайвань, провинция Китая, и Филиппины; DEU+JPN: Германия и Япония; LAC — Латинская Америка и Карибский бассейн; OCADC (другие страны, имеющие дефицит по счету текущих операций): Болгария, Венгрия, Греция, Ирландия, Испания, Латвия, Литва, Польша, Португалия, Румыния, Словакия, Словения, Соединенное Королевство, Турция, Хорватия, Чехия, Эстония; OIL: экспортеры нефти; ROW: остальной мир; US: США.

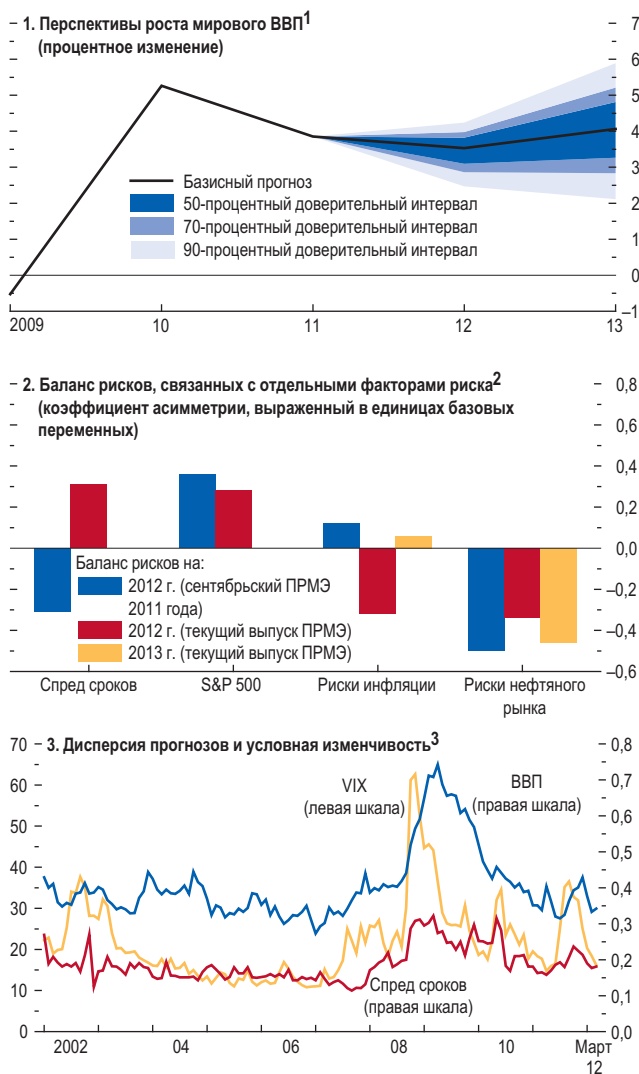
²Бахрейн, Джибути, Египет, Иордания, Исламская Республика Иран, Катар, Кувейт, Ливан, Ливия, Объединенные Арабские Эмираты, Оман, Республика Йемен, Саудовская Аравия, Сирийская Арабская Республика, Судан.

³Болгария, Венгрия, Латвия, Литва, Польша, Румыния, Турция, Хорватия.

⁴Переменные в реальном выражении. Потреб. = совокупное потребление.

Рисунок 1.12. Риски для перспектив развития мировой экономики

Риски относительно прогнозов ПРМЭ уменьшились в соответствии с индикаторами рынков, но остаются значительными и смещены в сторону снижения темпов. Различные индикаторы не имеют единой направленности. Индикаторы инфляции и цен на нефть свидетельствуют о рисках снижения темпов роста. С другой стороны, спред по срокам и цены опционов S&P500 указывают на риск превышения прогноза.



Источники: Bloomberg Financial Markets; Chicago Board Options Exchange; Consensus Economics; оценки персонала МВФ.

¹Верная диаграмма показывает неопределенность относительно центрального прогноза ПРМЭ с 50-, 70- и 90-процентными вероятностными интервалами. Как показано на диаграмме, 70-процентный доверительный интервал включает 50-процентный интервал, а 90-процентный доверительный интервал включает 50-процентный и 70-процентный интервалы. См. подробную информацию в приложении 1.2 в апрельском выпуске ПРМЭ 2009 года.

²Значения рисков инфляции и рисков нефтяного рынка вводятся с обратным знаком, поскольку они представляют риск снижения темпов роста.

³ВВП измеряет дисперсию прогнозов ВВП по странам Группы семи (Германии, Канаде, Италии, Соединенному Королевству, США, Франции и Японии), а также Бразилии, Индии, Китаю и Мексике. VIX — индекс волатильности, рассчитываемый Чикагской биржей опционов. Спред сроков измеряет дисперсию прогнозов сроков погашения, следующую из прогнозов процентных ставок для Германии, Соединенного Королевства, США и Японии.

дефляции на глобальном уровне, измеряемые по составному индикатору, снизились относительно 2008 года (рис. 1.13, панель 3)³. Вместе с тем, дефляционное давление весьма заметно в различных странах на периферии зоны евро (Греции, Ирландии, Испании).

Возросшая напряженность на рынках банковского и суверенного финансирования в зоне евро

В ближайший период один из главных рисков снижения темпов роста состоит в новом усилении цикла негативной обратной связи между качеством банковских активов и суверенным риском в зоне евро. На рис. 1.14 представлен этот сценарий снижения темпов роста, предполагающий, что банки ужесточат стандарты кредитования и ограничат рост кредита для восстановления буферных резервов капитала в соответствии со сценарием «слабых мер политики» в апрельском выпуске «Доклада по вопросам глобальной финансовой стабильности» 2012 года. Поскольку это ведет к ослаблению перспектив роста, обеспокоенность относительно устойчивости бюджетов усилится, и суверенные спреды повысятся. Кроме того, усиление обеспокоенности на рынке означает, что ряд государств зоны евро будет вынужден проводить бюджетную консолидацию с большей концентрацией мер на начальном этапе, что будет сдерживать спрос и экономический рост в ближайший период. Это, в свою очередь, приведет к дальнейшему ухудшению качества банковских активов (вследствие увеличения убытков по авуарам суверенного долга) и росту необслуживаемых кредитов частному сектору, которые вызовут дальнейшее ужесточение стандартов кредитования, и так далее. В проведенной имитации частные инвестиции снижаются почти на 15 процентов (относительно прогнозов ПРМЭ). Объем производства в зоне евро сокращается на 3½ процента относительно прогноза ПРМЭ, а внутренняя инфляция снижается почти до нуля. Если предположить, что сокращение кредита в других регионах будет следовать сценарию слабых мер политики в «Докладе по вопросам глобальной финансовой стабильности», и учитывая вторичные эффекты, передающиеся через международную торговлю, мировой объем производства был бы примерно на 2 процента ниже прогнозов ПРМЭ. Последствия этого сценария для различных регионов рассматриваются в главе 2.

³См. информацию о построении этого индикатора в Decressin and Laxton (2009).

Неблагоприятный шок предложения нефти

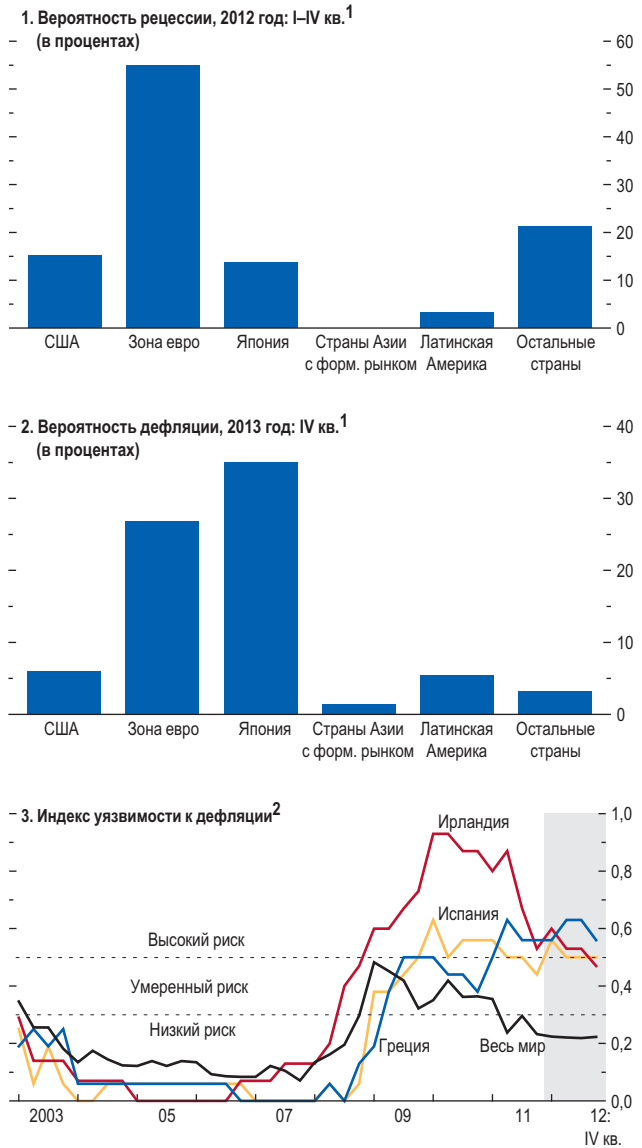
Потенциальный или фактический сбой в предложении нефти, связанный с Исламской Республикой Иран (третьим по величине экспортером нефти в мире), окажет значительное воздействие на цены на нефть, если не будет компенсирован увеличением предложения в других странах. Остановка экспорта нефти из Ирана в страны Организации экономического сотрудничества и развития (ОЭСР) (если она не будет компенсирована), вероятно, первоначально вызовет повышение цен на нефть примерно на 20–30 процентов, хотя со временем поставки других производителей или использование чрезвычайных запасов, похоже, отчасти возместят этот дефицит; это допущение, вероятно, уже частично отражено в ценах на рынке. Сохранение неопределенности относительно сбоев в поставках нефти могло бы вызвать намного больший всплеск цен. На рис. 1.15 представлен сценарий снижения темпов роста, в котором негативный шок предложения повышает реальную цену нефти в среднем немного более чем на 50 процентов в течение первых двух лет. Это еще более снижает уже сейчас вялые темпы роста реальных доходов домашних хозяйств и увеличивает производственные издержки, снижая рентабельность. Эти факторы подрывают восстановление темпов роста частного потребления и инвестиций в странах всех регионов, кроме чистых экспортеров нефти. На мировом уровне объем производства снижается примерно на 1¼ процента. Краткосрочное воздействие может быть значительно большим, если неблагоприятный шок цен на нефть ослабит уверенность или распространится на финансовые рынки; в данном сценарии эти эффекты не учитываются.

Переоценка роста потенциального объема производства в странах с формирующимся рынком

Еще один риск снижения темпов роста связан с коренной переоценкой устойчивого роста в странах с формирующимся рынком. Это может быть вызвано ужесточением стандартов кредитования банками и органами регулирования — ввиду обеспокоенности относительно качества кредитных портфелей — в процессе переоценки ими жизнеспособности некоторых инвестиционных проектов, которые финансировались во время недавнего быстрого роста кредита. На рис. 1.16 представлен сценарий снижения темпов роста, в котором рост кредита в странах Азии

Рисунок 1.13. Риски рецессии и дефляции

В зоне евро, в особенности в странах на периферии, отмечаются повышенные риски продолжительной рецессии и устойчивой дефляции. В Японии риски рецессии низки, но риск дефляции остается проблемой. В других регионах риски значительно ниже.



Источник: оценки персонала МВФ.

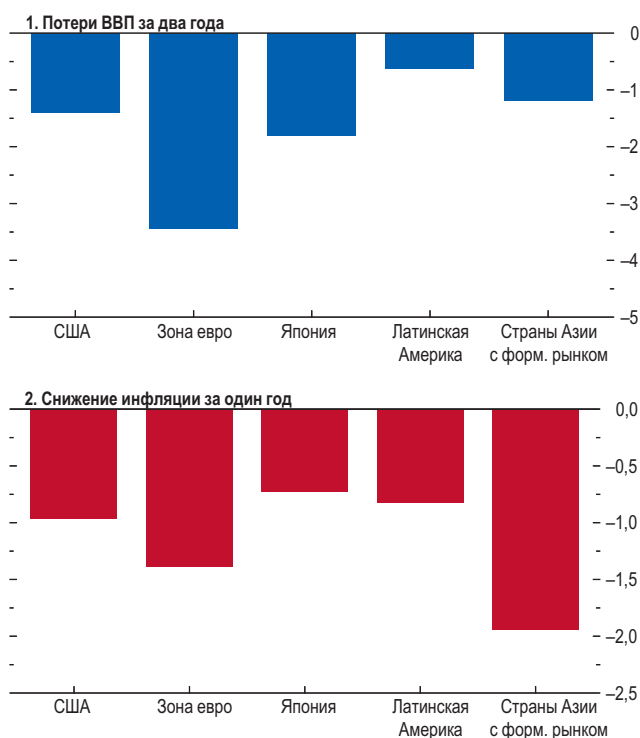
¹Страны Азии с формирующимся рынком: САР Гонконг, Индия, Индонезия, Китай, Корея, Малайзия, Сингапур, Таиланд, Тайвань, провинция Китая, и Филиппины; Латинская Америка: Бразилия, Колумбия, Мексика, Перу и Чили; остальные страны: Австралия, Аргентина, Болгария, Венесуэла, Дания, Израиль, Канада, Новая Зеландия, Норвегия, Россия, Соединенное Королевство, Турция, Чехия, Швейцария, Швеция, Эстония и Южная Африка.

²Подробную информацию о построении этого индикатора см. в работах Kumar and others (2003) и Decressin and Laxton (2009). Индикатор расширен с включением в него цен на жилье.

Рисунок 1.14. Сценарий ПРМЭ со снижением темпов роста в случае усиления напряженности в финансировании банков и суверенных заемщиков в зоне евро

(Отклонение от базисного прогноза ПРМЭ в процентах или процентных пунктах)

В этом сценарии используется вариант Глобальной экономической модели (ГЭМ) из шести регионов для оценки глобальных последствий усиления негативной обратной связи между напряженностью в финансировании банков и суверенных заемщиков в зоне евро. Сценарий предполагает, что банки ужесточат стандарты кредитования и будут ограничивать рост кредита для восстановления буферных резервов капитала в соответствии со сценарием «слабой политики» в «Докладе по вопросам глобальной финансовой стабильности» 2012 года. Вызванное этим ухудшение перспектив роста усугубляет обеспокоенность относительно устойчивости бюджетов, и суверенные спреды временно повышаются примерно на 100 базисных пунктов. Ввиду возросших опасений участников рынков, несколько суверенных заемщиков зоны евро вынуждены проводить бюджетную консолидацию с большей концентрацией мер на начальном этапе, в среднем на 1 процентный пункт ВВП в 2012 и 2013 годах, что дополнительно снижает спрос и темпы роста в ближайший период. Кроме того, предполагается, что кредит в других регионах мира сократится аналогично сценарию «слабой политики» в ДГФС. Возможности денежно-кредитной политики во многих странах с развитой экономикой ограничиваются нулевым нижним пределом номинальных процентных ставок, что усиливает негативное воздействие этих неблагоприятных условий на экономическую активность. Эти глобальные макроэкономические последствия представлены в следующих ниже графиках.



Источник: имитационные расчеты ГЭМ.

с формирующимся рынком на 3 процента в год ниже в течение пяти лет относительно траектории, подразумеваемой прогнозами ПРМЭ. Этот сценарий также предполагает, что уровень потенциального ВВП в странах Азии с формирующимся рынком в долгосрочной перспективе будет ниже приблизительно на 10 процентов, поскольку ранее инвестиции основывались на чрезмерно оптимистичных ожиданиях относительно роста внешнего спроса. В этом сценарии снижение спроса со стороны стран Азии с формирующимся рынком приводит к снижению цен на биржевые товары, что отрицательно сказывается на экспортерах биржевых товаров. Ожидания относительно потенциального роста в этих странах снижаются, объем производства сокращается приблизительно на 5 процентов, и рост кредита пропорционально замедляется. В странах с развитой экономикой также происходит небольшое снижение активности в части роста кредита, и предполагается, что меры денежно-кредитной политики в ответ на внешний шок будут ограничиваться нулевым пределом процентных ставок. Тем не менее, негативные последствия для реального сектора заметны, но меньше, чем в странах с формирующимся рынком: объем производства снижается на 3 процента в Японии, 2¼ процента в зоне евро и 1¼ процента в США.

Улучшающиеся перспективы в зоне евро и смягчение напряженности на мировых кредитных и нефтяных рынках

Этот сценарий предполагает различные улучшения. В зоне евро осуществляются более действенные меры политики по сравнению с прогнозом, в соответствии со сценарием «полного набора мер политики» в апрельском выпуске «Доклада по вопросам глобальной финансовой стабильности» 2012 года, что способствует большему, чем ожидалось, смягчению напряженности в банковском секторе и в области суверенного долга (рис. 1.17). Предполагается, что средняя премия за суверенный риск в зоне евро снижается на 50 базисных пунктов, и кредитование частного сектора увеличивается относительно базисного прогноза. Кредитные условия также смягчаются вне зоны евро, прежде всего в США, где предполагается, что кредитование малых и средних компаний будет расти намного быстрее, чем по базисному сценарию ПРМЭ. Предполагается, что геополитическая напряженность спадет, и цена на нефть будет примерно на 10 процентов ниже базисного прогноза. По этому сценарию в 2013 году мировой ВВП будет примерно на

1½ процента выше, в первую очередь, за счет улучшения темпов примерно на 2¼ процента в зоне евро, примерно на 1½ процента в США, примерно на 1½ процента в странах Азии с формирующимся рынком и ¾ процента в Японии. В Латинской Америке улучшение не столь велико из-за сдерживающего воздействия снижения цен на нефть на экономику экспортеров нефти в регионе.

Риски больших отклонений

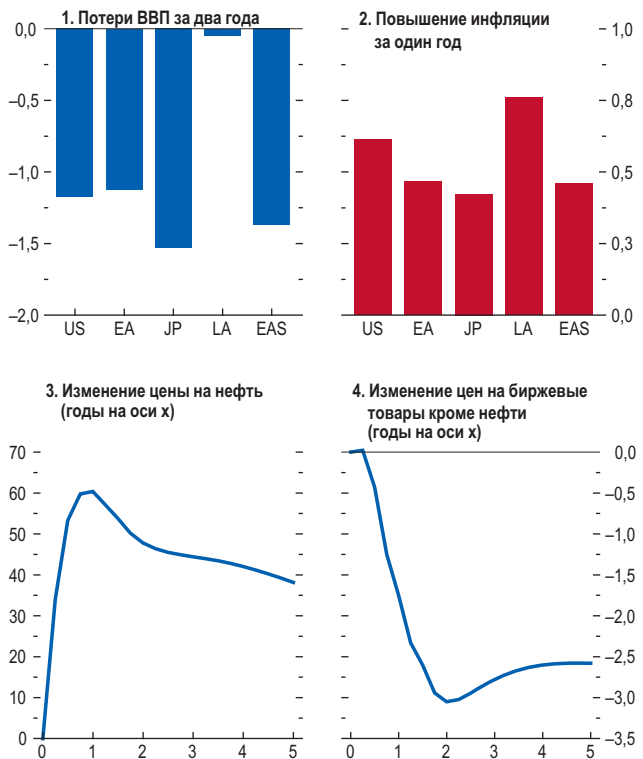
Ряд рисков больших отклонений трудно определить количественно, но они заслуживают внимания.

- Потенциальные последствия хаотичного дефолта и выхода государства-члена из зоны евро непредсказуемы и поэтому не поддаются просчету в рамках конкретного сценария. Если такое событие произойдет, другие страны зоны евро, которые считаются обладающими схожими характеристиками риска, также могут подвергнуться очень сильному давлению, с полномасштабной паникой на финансовых рынках и бегством вкладчиков из ряда банковских систем. В этих условиях нельзя исключить распада зоны евро. Вторичные эффекты для финансового и реального секторов в других регионах, особенно в странах Европы с формирующимся рынком, вероятно, будут очень значительными. Это может вызвать сильные политические потрясения, которые могут довести экономическую напряженность до существенно более высокого уровня, чем после краха Lehman.
- В текущих условиях ограниченного пространства для проведения политики, существует также вероятность того, что взаимодействие ряда неблагоприятных шоков вызовет сильный спад, напоминающий события 1930-х годов. Например, усиление обеспокоенности относительно шока предложения нефти, связанного с Исламской Республикой Иран, могло бы вызвать всплеск цен на нефть, подавляющий производство в зоне евро, что усугубило бы негативную обратную связь между домашними хозяйствами, государством и банковским сектором. Между тем, шок цен на нефть мог бы также вызвать переоценку устойчивости кредитных бумов и потенциального роста в странах Азии с формирующимся рынком, что привело бы к «жесткой посадке» экономики этих стран. Это, в свою очередь, могло бы привести к падению цен на биржевые товары кроме нефти, которое повредило бы многим странам с формирующимся рынком и развивающимся странам, особенно

Рисунок 1.15. Сценарий ПРМЭ со снижением темпов роста в случае нарушения мирового предложения нефти¹

(Отклонение в процентах или процентных пунктах от базисного прогноза ПРМЭ)

В этом сценарии используется вариант Глобальной экономической модели (ГЭМ) из шести регионов для оценки глобальных последствий нарушения в предложении нефти. Усиление обеспокоенности относительно связанного с Ираном шока предложения нефти (или фактического сбоя) окажет значительное воздействие на цены на нефть, если он не будет компенсирован увеличением предложения из других стран, ввиду ограниченных запасов и резервных мощностей, а также все еще напряженной ситуации на физических рынках, которая, как ожидается, будет сохраняться в течение 2012 года. В этой модели негативный шок предложения повышает реальную цену нефти в среднем немного более чем на 50 процентов в течение первых двух лет, после чего она устанавливается на уровне примерно на 40 процентов выше базисного. Это еще более снижает уже и без того вялые темпы роста реальных доходов домашних хозяйств и увеличивает производственные издержки, уменьшая рентабельность. Эти факторы подрывают восстановление частного потребления и рост инвестиций во всех регионах, кроме чистых экспортеров нефти. Макроэкономические последствия представлены в приводимых ниже графиках. Краткосрочное воздействие будет значительно больше, чем показано ниже, если неблагоприятный шок цен на нефть ослабит уверенность или распространится на финансовые рынки; в данном сценарии эти эффекты не отражаются.

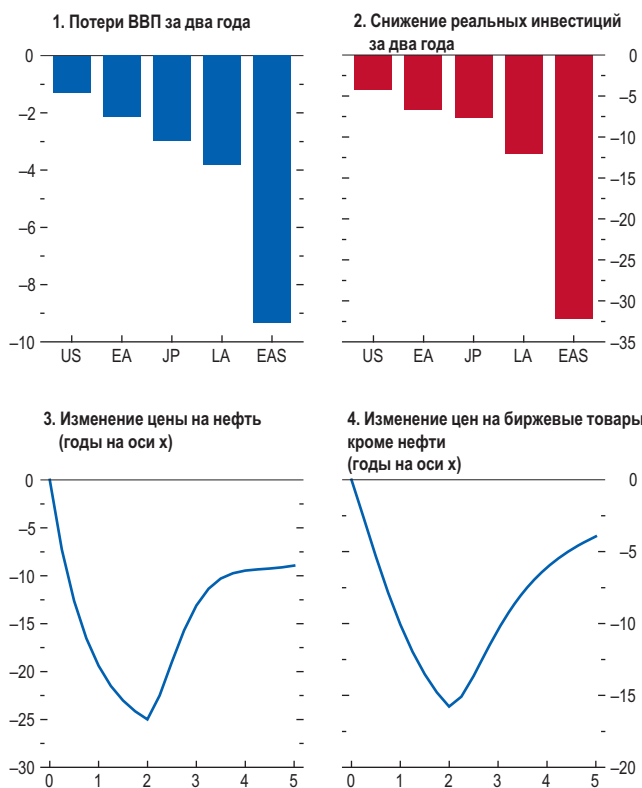


Источник: имитационные расчеты ГЭМ.
¹US — США, EA — зона евро, JP — Япония, LA — Латинская Америка, EAS — страны Азии с формирующимся рынком.

Рисунок 1.16. Сценарий ПРМЭ со снижением темпов роста в случае переоценки потенциального роста производства в странах с формирующимся рынком¹

(Отклонение в процентах или процентных пунктах от базисного прогноза ПРМЭ)

В этом сценарии используется вариант Глобальной экономической модели (ГЭМ) из шести регионов для оценки глобальных последствий переоценки потенциального роста производства в странах с формирующимся рынком, который также приводит к замедлению роста кредита. В этой модели рост кредита в странах Азии с формирующимся рынком на 3 процента в год ниже в течение пяти лет относительно траектории, подразумеваемой прогнозами ПРМЭ. Этот сценарий также предполагает, что уровень потенциального ВВП в странах Азии с формирующимся рынком в долгосрочной перспективе будет ниже приблизительно на 10 процентов, поскольку инвестиции ранее основывались на чрезмерно оптимистичных ожиданиях роста внешнего спроса. В этом сценарии снижение спроса со стороны стран Азии с формирующимся рынком приводит к снижению цен на биржевые товары, что отрицательно сказывается на странах с формирующимся рынком, особенно в Латинской Америке. Ожидания относительно потенциального роста в этих странах снижаются, и потенциальный объем производства сокращается приблизительно на 5 процентов в долгосрочной перспективе, с пропорциональным замедлением роста кредита. В странах с развитой экономикой также происходит небольшое замедление роста кредита, и предполагается, что меры денежно-кредитной политики в ответ на внешний шок будут ограниченными, поскольку директивные ставки близки к нулевому пределу. Ниже представлены макроэкономические последствия этого сценария.



Источник: имитационные расчеты ГЭМ.

¹US — США, EA — зона евро, JP — Япония, LA — Латинская Америка, EAS — страны Азии с формирующимся рынком.

в Латинской Америке и Африке. В более общем плане, одновременное повышение уровней неприятия риска в мировом масштабе могло бы привести к внезапной смене направления потока капитала в странах с формирующимся рынком и развивающихся странах.

- Ситуация на рынках суверенного долга в Японии и США остается спокойной; они даже выиграли от потоков, привлекаемых статусом «надежного убежища». Однако если и далее не будут приняты и реализованы решительные среднесрочные планы консолидации, это может подорвать такой статус этих стран; этот риск особенно актуален для Японии. Это могло бы сильно дестабилизировать мировые рынки облигаций, с потенциально значительными последствиями для мирового производства.

Задачи политики

Наибольшую обеспокоенность вызывает риск того, что мировая экономика будет оставаться уязвимой к основным рискам снижения темпов роста, которые ослабляют уверенность потребителей и инвесторов, и что подъем в основных странах с развитой экономикой будет оставаться вялым, с сохранением большого разрыва между фактическим и потенциальным объемом производства в течение продолжительного времени. Эти проблемы требуют принятия дополнительных мер, особенно в странах с развитой экономикой, включая осуществление принятых среднесрочных планов бюджетной консолидации без чрезмерной корректировки; сохранение очень адаптивного курса денежно-кредитной политики и предоставление обильной ликвидности для содействия оздоровлению балансов домашних хозяйств и финансового сектора; безотлагательное урегулирование кризиса в зоне евро. Более быстрый прогресс мог бы намного снизить риск самоподдерживающегося пессимизма и нарушений равновесия. В случае стран с формирующимся рынком и развивающихся стран меры политики должны быть направлены на достижение мягкой посадки в странах, в которых происходит устойчивый и очень быстрый рост кредита.

Меры политики в странах с развитой экономикой

Основные страны с развитой экономикой все еще не оправились после потрясений, которые вызвали Великую рецессию. Чтобы преодолеть эти потрясения, потребуются сохранять исключительно низкие ставки в рамках денежно-кредитной

политики и формы нетрадиционной поддержки и продолжать по мере возможности ограниченную бюджетную консолидацию в краткосрочной перспективе со значительными бюджетными корректировками в среднесрочной и долгосрочной перспективе. Необходимо также продолжать работу по укреплению и реформе финансовых секторов. В зоне евро реформы управления и меры структурной политики для повышения конкурентоспособности могут со временем противодействовать отрицательным последствиям снижения левериджа в балансах для уровней производства. Однако наиболее неотложной задачей является ограничение вторичных эффектов кризиса на периферии.

Структурные и институциональные реформы имеют насущное значение для покрытия ущерба от кризиса и снижения вероятности будущих кризисов. Эти реформы должны касаться широкого круга вопросов: систем пенсионного обеспечения и здравоохранения, рынков труда и товаров, жилищных секторов и, что, пожалуй, важнее всего, — финансовых секторов. Конкретные требования различаются между странами; они подробно рассматриваются в следующих разделах.

Повышение устойчивости государственных финансов

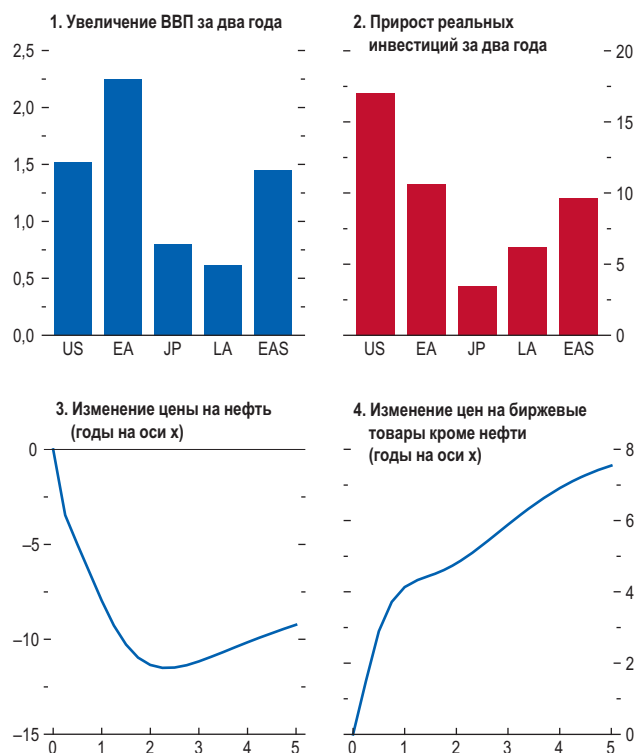
Ввиду все еще большого разрыва между фактическим и потенциальным объемом производства во многих странах с развитой экономикой оптимальный курс налогово-бюджетной политики состоит в принятии мер, в наименьшей степени ослабляющих спрос в краткосрочной перспективе и позволяющих избежать неустойчивой долгосрочной динамики. Странам, которые не испытывают давления рынков и имеют невысокие налоговые ставки, возможно, следовало бы повысить бюджетные расходы при сохранении сбалансированного бюджета (в том числе относительно текущей траектории консолидации) и принять существенные меры для укрепления доверия и снижения расходов на обязательные пособия в будущем.

- В свете обеспокоенности относительно возможностей налогово-бюджетной политики повышение бюджетных расходов при сохранении сбалансированного бюджета могло бы поддержать уровни активности и занятости, при своевременном выполнении планов бюджетной консолидации. Например, временные повышения налогов с соответствующим увеличением государственных закупок (для насущных объектов инфраструктуры) могли бы дать почти равный по

Рисунок 1.17. Сценарий ПРМЭ с повышением темпов роста¹

(Отклонение в процентах или процентных пунктах от базисного прогноза ПРМЭ)

В этом сценарии используется вариант Глобальной экономической модели (ГЭМ) из шести регионов для оценки глобальных последствий большего, чем ожидается, смягчения напряженности в финансировании банков и суверенных заемщиков в зоне евро, улучшения условий на частных рынках кредита в других регионах и снижения мировых цен на нефть. Предполагается, что средняя премия за суверенный риск в зоне евро снижается на 50 базисных пунктов и относительно базисного сценария рост кредита частному сектору соответствует сценарию «полного набора мер политики» в апрельском выпуске «Доклада по вопросам глобальной финансовой стабильности» 2012 года. Условия на кредитных рынках смягчаются и за пределами зоны евро, в частности, в США. Предполагается, что цена на нефть примерно на 10 процентов ниже цены базисного прогноза ПРМЭ. Ниже представлены макроэкономические последствия этого сценария.



Источник: имитационные расчеты ГЭМ.
¹US — США, EA — зона евро, JP — Япония, LA — Латинская Америка, EAS — страны Азии с формирующимся рынком.

величине прирост производства⁴. Государственные расходы, направляемые на поддержку нуждающегося населения, которое тратит весь свой располагаемый доход, приведет к аналогичному повышению производства. Как вариант, можно было бы сократить расходы с низким мультипликатором и повысить расходы с высоким мультипликатором. Поддерживая активность, такое повышение бюджетных расходов в рамках сбалансированного бюджета могло бы также способствовать целенаправленному снижению государственного долга относительно ВВП.

- В апрельском выпуске «*Бюджетного вестника*» за 2012 год подчеркиваются выгоды от укрепления бюджетных институтов, принятия обоснованных бюджетных правил и обязательства соблюдать их, а также реформы программ обязательных пособий (например, привязки пенсионного возраста к средней продолжительности жизни и совершенствования стимулов в секторе здравоохранения). Реформы программ обязательных пособий представляются наиболее перспективным направлением, поскольку они демонстрируют способность директивных органов к активным действиям. В зависимости от их структуры такие реформы могут уменьшить забалансовые государственные обязательства при ограниченном отрицательном воздействии на объем производства в краткосрочной перспективе. В этой связи ряд стран с развитой экономикой активно проводит реформы пенсионной системы и здравоохранения, которые сулят намного большую потенциальную отдачу, чем все другие реформы⁵. Совершенствование бюджетных правил и управления идет более успешно, но рынки все еще не уверены в гарантиях соблюдения этих правил и по-прежнему обеспокоены более общими проблемами управления.

Необходимы реалистичные среднесрочные планы бюджетной корректировки, чтобы сохранить или восстановить доверие и помочь зафиксировать ожидания. Многие страны с развитой экономикой уже приняли такие планы. Ввиду слабых перспектив

⁴С этим результатом согласуются имитации на основе моделей политики, разработанных в шести организациях (ФРС, ЕЦБ, Европейской комиссии, ОЭСР, Банке Канады и МВФ). См. Coenen and others (2012). Следует отметить, что изменения налогово-бюджетной политики на основе сбалансированного бюджета являются «обоюдоострым оружием». В случае снижения темпов роста соответствующие временные снижения налогов и расходов приведут к сокращению объема производства.

⁵См. Статистическую таблицу 9 в сентябрьском выпуске «*Бюджетного вестника*» 2011 года.

роста в ведущих странах те из них, которые располагают пространством для маневра в налогово-бюджетной политике с точки зрения состояния их бюджетных счетов и доверия со стороны рынков, могут пересмотреть темпы консолидации. Другим странам следует допустить свободное функционирование автоматических стабилизаторов, пока они в состоянии без труда финансировать более высокие уровни дефицита, и рассмотреть принятие мер, обеспечивающих повышение бюджетных расходов при сохранении сбалансированности бюджета. Между тем, США и Японии следует безотлагательно принять заслуживающие доверия среднесрочные планы бюджетной корректировки. Что касается ближайшей перспективы, согласно действующему законодательству США, сроки многих налоговых положений начнут истекать в 2013 году, как раз когда вступают в силу значительные автоматические сокращения расходов. Если это произойдет, будет серьезно ослаблен процесс восстановления экономики. Чтобы уменьшить сопутствующую неопределенность, директивным органам следует как можно скорее согласовать свои бюджетные планы на следующий год и на среднесрочную перспективу. Учитывая относительно низкий коэффициент дохода, директивным органам следует провести сокращение расходов наряду с повышением налогов в среднесрочный период. Япония намерена вдвое снизить первичный дефицит к 2015 году и достичь первичного профицита к 2020 году, и официальные органы предложили пакет мер для достижения первой вехи, включая удвоение налога на потребление до 10 процентов к 2015 году. Тем не менее, нужно сделать больше, чтобы добиться постепенного снижения долга. Возможные меры, их преимущества и недостатки рассматриваются в апрельском выпуске «*Бюджетного вестника*» 2012 года и в ряде предыдущих выпусков.

Укрепление финансовых секторов

Органам пруденциального регулирования предстоит решать сложные проблемы, которые рассматриваются в апрельском выпуске «*Доклада по вопросам глобальной финансовой стабильности*» 2012 года. В течение десятилетия, предшествовавшего финансовому кризису, во многих крупных странах сформировались раздутые финансовые сектора с чрезмерным уровнем левериджа. Со временем необходимо сократить их размеры и снизить леверидж, чтобы сделать систему более стабильной: финансовые эксцессы были как одной из основных причин шоков, так и серьезным фактором,

ослаблявшим способность системы справляться с шоками любого происхождения.

Теперь перед директивными органами, в первую очередь в Европе, стоит задача предотвратить беспорядочное и деструктивное снижение левериджа в банковской системе и содействовать достаточному притоку кредита в частный сектор. Для этого требуется найти правильный баланс между устранением и смягчением краткосрочных проблем и последовательной корректировкой в среднесрочной перспективе. Как и слишком быстрая бюджетная корректировка, слишком резкое снижение левериджа в балансах может привести к обратным результатам. В Европе дилемма заключается в том, что, хотя масштабы рекапитализации, реструктуризации или санации банков являются достаточными, быстрое ужесточение банковского кредитования противоречит потребностям экономики. Органы надзора должны добиться того, чтобы снижение левериджа осуществлялось таким образом, чтобы ограничить ущерб для экономики. Например, если банки избавляются от унаследованных активов или продают непрофильные предприятия сильным организациям, это меньше снижает кредит экономике, чем если бы они ограничивали выпуск новых кредитов или сокращали кредитные линии и кредитные портфели. Конкретные последствия для политики органов регулирования зоны евро рассматриваются ниже.

В других регионах директивным органам следует быть готовыми поддержать ликвидность в своих банковских системах. Последствия снижения левериджа в зоне евро, по прогнозу, существенно не повлияют на страны за пределами Европы. Однако если сценарий снижения темпов роста в зоне евро станет реальностью, финансовые вторичные эффекты могут оказаться намного больше. Директивным органам следует подумать о том, чтобы предложить механизмы поддержки ликвидности, например, посредством своповых линий с ФРС для облегчения нехватки долларов, региональных договоренностей об объединении ресурсов или поддержки МВФ, использования части значительных накопленных иностранных резервов (в некоторых странах) и совершенствования страхования депозитов. Следует обязать банки с недостаточной капитализацией повысить их буферные резервы капитала. Директивным органам следует также помнить о необходимости и далее обеспечивать предложение кредита субъектам с ограниченным доступом к кредитованию (малым и средним предприятиям, домашним хозяйствам) и поддерживать финансирование торговли, возможно, в рамках временных государственных программ.

Совершенствование мер и основ пруденциальной политики остается необходимым условием для восстановления мировой финансовой системы. Достигнут значительный прогресс в укреплении пруденциальной основы для банков, несмотря на сохраняющиеся проблемы, связанные с организациями, являющимися слишком большими или сложными, чтобы допустить их банкротство. Тем не менее, еще предстоит решить немало задач, включая внедрение новых нормативных положений на основе консенсуса (таких как «Базель-III») на национальном уровне, совершенствование регулирования и надзор за теневой банковской системой, предотвращение чрезмерной зависимости банков от ненадежного оптового финансирования и обеспечение прозрачности крупных рынков производных инструментов. Кроме того, необходимо усилить повседневное международное взаимодействие между органами надзора. Неровный или ограниченный прогресс в этих областях вызывает все большую обеспокоенность.

Продолжение адаптивной денежно-кредитной политики

Во время прошлых финансовых кризисов выводу стран из рецессии способствовало снижение процентных ставок и девальвация валют. В этот раз возможности для любого из этих вариантов весьма ограничены в крупнейших странах с развитой экономикой, кроме зоны евро.

- ЕЦБ располагает некоторыми возможностями для дальнейшего снижения директивной ставки, поскольку прогнозируется, что инфляция опустится существенно ниже целевого показателя ЕЦБ («немного ниже 2 процентов») в среднесрочной перспективе, и риски эффектов второго порядка вследствие высоких цен на нефть или повышений налогов и регулируемых цен представляются небольшими (по прогнозам ПРМЭ, общий уровень инфляции по индексу потребительских цен снизится до примерно 1½ процента к 2013 году, что ниже целевого показателя ЕЦБ)⁶. Низкие уровни внутренней инфляции могут препятствовать столь необходимому оздоровлению балансов дебиторов и сдерживать необходимые корректировки для повышения конкурентоспособности. Нетрадиционные меры политики ЕЦБ должны и далее обеспечивать упорядоченные условия на рынках финансирования и тем самым способствовать передаче

⁶ Средний уровень инфляции 1½ процента будет весьма по-разному проявляться в центре и на периферии зоны евро.

воздействия денежно-кредитной политики на реальный сектор.

- Директивные ставки в Соединенном Королевстве, США и Японии уже близки к нижнему пределу или достигли его. В случае угрозы материализации рисков ухудшения перспектив роста их центральные банки могли бы активизировать свои нетрадиционные меры политики предпочтительно способами, которые смягчают кредитные условия для малых и средних предприятий и домашних хозяйств. Ввиду очень низкого внутреннего инфляционного давления в Японии, в любом случае может потребоваться дальнейшее смягчение денежно-кредитной политики, чтобы достичь целевого уровня инфляции в среднесрочной перспективе.

Директивные органы могли бы также рассмотреть другие меры, ориентированные на субъектов с ограниченным доступом к кредиту. Как рассматривается в главе 3, бюджетные программы по реструктуризации ипотечных кредитов могут обеспечить эффективные способы для облегчения положения имеющих задолженность домашних хозяйств. Например, в США программами было охвачено намного меньше домашних хозяйств, чем первоначально предполагалось, но теперь приняты дополнительные меры. Можно было бы непосредственно снизить стоимость заимствования для малых и средних предприятий за счет временных субсидий и программ государственных банков развития.

Балансы центральных банков, как и вероятность убытков по их финансовым счетам, существенно возросли, поскольку они увеличили объемы покупки ценных бумаг и расширили круг приемлемого залогового обеспечения (рис. 1.5, панель 4). Вместе с тем, размер этого увеличения балансов не дает существенного представления о риске инфляции. Ввиду возросшей неопределенности банки и другие экономические субъекты хранят намного больше ликвидных средств, чем до кризиса. По мере улучшения экономических условий и ускорения роста предложения кредита, центральные банки могут изымать эту ликвидность (например, допуская завершение операций рефинансирования за истечением срока, продавая купленные ранее ценные бумаги или выпуская собственные бумаги). Проблемы возникают, когда государственный сектор сталкивается с политическими или практически ограниченными более долгосрочных возможностей для сокращения дефицита. Хронически высокая инфляция возникла бы только в случае высокой вероятности такой тупиковой ситуации. Чтобы не допустить этого, центральные банки должны

сохранять независимость в следовании низкому целевому показателю инфляции, и государственные бюджеты должны оставаться устойчивыми с течением времени с точки зрения политической осуществимости и прогнозируемого размера дефицита⁷. Чем более эффективно налогово-бюджетная политика будет решать эту межвременную задачу, тем больше будет возможностей для проведения подерживающей денежно-кредитной политики.

Преодоление кризиса в зоне евро

В ближайший период необходимо сосредоточиться на урегулировании кризиса, чтобы не дать материализоваться рассмотренным выше рискам снижения темпов роста. Обеспечение достаточной ликвидности поможет избежать чрезмерного повышения стоимости финансирования для суверенных заемщиков и банков и предотвратить эффект цепной реакции. Для этого в зоне евро необходим пользующийся доверием защитный механизм, являющийся достаточно большим, устойчивым и гибким, чтобы сдерживать распространение последствий кризиса и способствовать процессу корректировки в странах с высоким уровнем задолженности. Принятое недавно решение объединить Европейский механизм стабильности (ЕМС) и Европейский фонд финансовой стабильности (ЕФФС) заслуживает одобрения и, наряду с другими недавними мерами на европейском уровне, усилит европейский антикризисный механизм и будет способствовать успеху действий МВФ по укреплению глобальной системы защиты. Антикризисные механизмы (ЕФФС/ЕМС) должны также быть в состоянии по мере необходимости непосредственно участвовать в капитале банков и содействовать в реструктуризации финансовых организаций. Это поможет ограничить цикл негативной обратной связи между банковскими и суверенными рисками в зоне евро.

Крайне важно также разорвать цикл негативной обратной связи между слабым ростом, ухудшением состояния бюджета, увеличением потребности банков в рекапитализации и снижением левериджа, которые повышают риск длительной дефляции. ЕЦБ следует дополнительно смягчить денежно-кредитную политику, чтобы обеспечить динамику инфляции в соответствии с ее целевым показателем

⁷Капитал центральных банков и их резервы для переоценки стоимости не являются при этом существенным фактором. Учетные убытки не имеют значения, если центральные банки независимы, а налогово-бюджетная политика считается устойчивой.

в среднесрочной перспективе и противодействовать рискам дефляции, тем самым также способствуя столь необходимым корректировкам для повышения конкурентоспособности⁸. Кроме того, национальным органам банковского регулирования следует работать сообща с органами надзора принимающих стран, чтобы контролировать и ограничивать сокращение доли заемных средств их банками в стране и за рубежом. Органы банковского надзора должны делать все возможное, чтобы избежать чрезмерно быстрого снижения левериджа, ограничивающего кредитование реального сектора. С этой целью необходимы дополнительные вливания капитала в банки зоны евро. Это может потребовать использования государственных средств для рекапитализации, в том числе из ЕФФС/ЕМС.

Главная задача заключается в том, чтобы наметить путь возврата к устойчивому росту. Потребности в структурных реформах различаются между странами, но во многих странах необходимо снизить барьеры для выхода на рынки товаров и услуг и дать возможность рынкам труда повысить уровни занятости. Странам со слабыми внешними позициями, возможно, придется добиться очень низких уровней инфляции или дефляции, то есть провести «внутреннюю девальвацию», чтобы способствовать восстановлению конкурентоспособности, поскольку, будучи членами валютного союза, они не обладают возможностью снижения курсов валют. Вместе с тем, в краткосрочной и среднесрочной перспективе внутренняя девальвация усугубит проблему чрезмерной задолженности.

В среднесрочной перспективе потребуется принять много трудных решений, чтобы устранить структурные недостатки ЭВС, способствовавшие возникновению кризиса.

- Настоятельно необходим действенный механизм, обеспечивающий проведение ответственной налогово-бюджетной политики. В этой связи принятый недавно «бюджетный пакт» ознаменовал собой важный шаг вперед в укреплении доверия к бюджетной политике без существенного ущерба для ее гибкости, что немаловажно с учетом предстоящего периода вялого роста. В то же время, решающее значение будет иметь исполнение пакта, что может потребовать активного участия институтов ЕС в формировании национальных бюджетных планов, как предусматривают текущие предложения («двойка»).

⁸Общие индикаторы внутренней инфляции (по ВВП) с 2009 года остаются на уровне, близком к 1 проценту. В таких условиях очень трудно добиться внутреннего перебалансирования.

Бюджетный пакт необходимо также будет дополнить более широким распределением бюджетного риска, чтобы не допустить перерастания экономических нарушений в одной стране в сопряженный с большими издержками бюджетный и финансовый кризис во всем регионе.

- Необходим также механизм для распределения рисков частного сектора, опирающийся на более интегрированную финансовую систему зоны евро⁹. Этой цели можно достичь путем перехода к модели общего надзора и санации, включая совместный механизм поддержки и общую программу страхования депозитов: общая ответственность за надзор сопряжена с общей ответственностью за финансовую поддержку. Отсутствие в настоящее время такой общей системы искажает денежно-кредитную политику и конкуренцию в финансовой системе: здоровые банки в странах на периферии теперь если и могут получать финансирование на рынках, то только по намного более высокой цене, чем банки в основных странах, из-за слабого состояния государственных финансов их стран. ДСОР ЕЦБ помогают исправлять эти искажения, но могут дать лишь временный результат.
- Необходимо усовершенствовать корректировку дисбалансов в реальном секторе, а также в бюджетном и финансовом секторах. Ускоренное завершение создания единого рынка товаров и услуг и реформ рынков труда могло бы способствовать повышению темпов роста и проведению корректировки. Различные страны на периферии зоны евро проводят коренные реформы, особенно в области рынка труда. Значение прогресса в этих областях для эффективного функционирования валютного союза трудно переоценить.

Меры политики в странах с формирующимся рынком и развивающихся странах

Странам с формирующимся рынком и развивающимся странам необходимо избегать чрезмерного стимулирования активности, призванного компенсировать снижение спроса в странах с развитой экономикой. В различных странах сохраняются угрозы перегрева экономики вследствие высокой активности, быстрого роста кредита и все еще

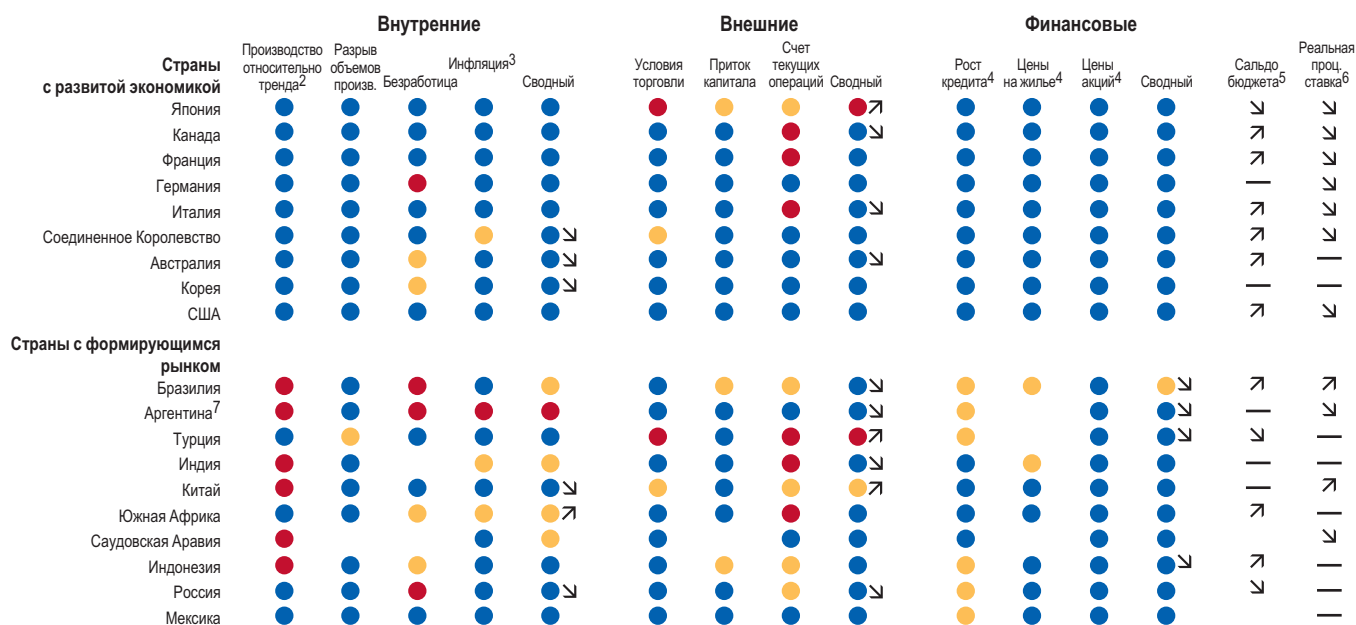
⁹В США значительную часть распределения риска обеспечивает финансовый сектор, в том числе в форме владения диверсифицированными финансовыми активами (см. Asdrubali, Sorensen, and Yosha, 1996).

Рисунок 1.18. Индикаторы перегрева экономики стран Группы 20-ти¹

Различные индикаторы свидетельствуют о том, что тенденции к перегреву ослабли в странах с формирующимся рынком. Однако это в основном обусловлено сокращением потока капитала и изменениями на финансовых рынках, которые теперь завершаются, и это может привести к возобновлению перегрева.

Оценки за 2012 год превышают средние уровни 1997–2006 годов на:

● менее 0,5 стандартного отклонения ● более или равно 0,5, но менее 1,5 стандартного отклонения ● более 1,5 стандартного отклонения



Источники: Australia Bureau of Statistics; Bank for International Settlements; CEIC China Database; Global Property Guide; Haver Analytics; «Статистика платежного баланса» МВФ, «Международная финансовая статистика» МВФ, Организация экономического сотрудничества и развития и расчеты персонала МВФ.

¹По каждому индикатору кроме указанных ниже для стран устанавливаются цветовые коды в зависимости от значений за 2011 год относительно их докризисных средних уровней (1997–2006 годы). Каждому индикатору присваиваются следующие баллы: красный = 2, желтый = 1, синий = 0; сводные оценки рассчитываются как сумма баллов по избранным компонентам, деленная на максимальную возможную сумму баллов. Сводные показатели обозначаются красным цветом, если сводная оценка больше или равна 0,66, желтым, если она больше или равна 0,33, но меньше 0,66, и синим, если она меньше 0,33. Стрелки вверх (вниз) указывают на «разогрев» («охлаждение») по сравнению с прогнозами на 2011 год в сентябрьском выпуске ПРМЭ.

²Объем производства, более чем на 2,5 процента превышающий докризисный тренд, указывается красным. Объем производства более чем на 2,5 процента ниже докризисного тренда указывается синим.

³Для следующих стран, применяющих таргетирование инфляции, при расчете показателя инфляции использовался целевой уровень инфляции вместо среднего за 1997–2006 годы: Австралия, Бразилия, Индонезия, Канада, Корея, Мексика, Турция, Соединенное Королевство, Южная Африка. Для стран, не применяющих таргетирование инфляции, показан красный цвет, если инфляция составляет приблизительно 10 процентов или выше, желтый — при инфляции приблизительно от 5 до 9 процентов и синий — если инфляция меньше 5 процентов.

⁴Индикаторы роста кредита, роста цен на жилье и роста цен акций рассчитываются относительно среднего роста объема производства за 1997–2006 годы.

⁵Стрелки в колонке сальдо бюджета представляют прогнозируемое изменение структурного сальдо в процентах от ВВП в период с 2010 по 2011 год. Прирост более чем на 0,5 процента ВВП указывается восходящей стрелкой, а снижение более чем на 0,5 процента ВВП — нисходящей стрелкой.

⁶Реальные ставки интервенции ниже нуля указываются нисходящей стрелкой, а реальные ставки интервенции выше 3 процентов — восходящей стрелкой. Реальные директивные процентные ставки дефлируются на прогнозируемые уровни инфляции на два года вперед.

⁷Цифры основаны на официальных данных Аргентины по ВВП. МВФ призвал Аргентину принять меры для улучшения качества официальных данных ВВП. Персонал МВФ также использует альтернативные показатели роста ВВП для целей макроэкономического надзора, включая данные, составляемые частными аналитическими организациями, которые показывают значительно более низкие темпы роста реального ВВП по сравнению с официальными данными с 2008 года. Номинальный кредит дефлируется с использованием подготовленной персоналом МВФ оценки средней инфляции в провинциях страны.

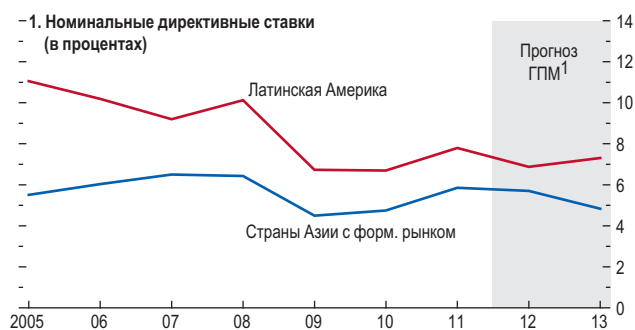
повышенных цен на биржевые товары (рис. 1.18). Среди индикаторов перегрева на некоторое улучшение ситуации указывают главным образом те, которые связаны с внешними изменениями, но это может быстро измениться ввиду возобновления потоков капитала. Характер требуемых ответных мер различается. Странам, которые в основном нормализовали макроэкономическую политику, в ближайший период следует сосредоточиться на мерах, связанных со снижением внешнего спроса со стороны стран с развитой экономикой. В то же время эти страны должны быть готовы противостоять негативным вторичным эффектам ситуации в странах с развитой экономикой и изменчивым потокам капитала. Другим странам следует избегать дальнейшего стимулирования экономики и вместо этого продолжать восстанавливать пространство для бюджетной политики, свертывать адаптивную денежно-кредитную политику и укреплять меры и основы пруденциальной политики.

Модели, разработанные персоналом МВФ, указывают на то, что если и требуется ужесточать денежно-кредитную политику, то лишь в ограниченной степени. В то же время, потребности стран Группы 20-ти различаются. Большее ужесточение (в той или иной степени) может потребоваться в Аргентине, Индии, Индонезии, России и Турции (рис. 1.19, панели 1 и 2). Страны, испытывающие убывающее инфляционное давление, могут себе позволить сохранять неизменную политику (Китай, Мексика), хотя Китаю необходимо регулировать кредитование секторов, испытывающих перегрев (таких как сектор недвижимости). В странах, где инфляционные ожидания превысили целевой уровень (Бразилия), возможности для маневра в политике теперь более ограничены. Сильное инфляционное давление сохраняется в ряде стран БВСА и АЮС, и им, возможно, придется в большей степени ужесточить денежно-кредитные условия. Если риски снижения внешнего спроса материализуются, денежно-кредитная политика, как правило, должна быть первой линией ответных мер. Что касается рисков, связанных с повышением цен на нефть, центральные банки должны следить за тем, чтобы они не вызвали более широкого инфляционного давления; к счастью, снижение цен на продукты питания, которые обычно составляют значительную большую долю в расходах домашних хозяйств, помогает сдерживать эти риски.

Налогово-бюджетная политика в странах с формирующимся рынком и развивающихся странах должна учитывать различные условия и риски для этих стран, но в целом следует продолжать

Рисунок 1.19. Требования к политике в странах с формирующимся рынком

Большинству стран с формирующимся рынком, в принципе, не следует снижать процентные ставки, несмотря на некоторое ослабление инфляционного давления. Они не имеют или почти не имеют незадействованных мощностей при все еще высоких темпах роста кредита и более низких реальных ставках, чем до кризиса. Однако, учитывая риски замедления роста, страны с относительно высокими процентными ставками могут приостановить повышение директивных ставок или даже немного снизить их. Между тем, многим странам с формирующимся рынком необходимо продолжать восстанавливать пространство для маневра в налогово-бюджетной политике.



Источники: оценки персонала МВФ.

¹ГПМ = Глобальная прогнозная модель.

²BR — Бразилия; CL — Чили; CN — Китай; CO — Колумбия; ID — Индонезия; IN — Индия; KR — Корея; MX — Мексика; MY — Малайзия; PE — Перу; PH — Филиппины; PL — Польша; RU — Россия; TH — Таиланд; TR — Турция; ZA — Южная Африка.

восстанавливать пространство для проведения политики (рис. 1.19, панель 3). В этих условиях планируемое небольшое ужесточение налогово-бюджетной политики представляется обоснованным (см. рис. 1.7, панель 2). Ряд стран Азии с формирующимся рынком имеет возможность проводить политику, в большей степени поддерживающую экономическую активность (существенное исключение составляет Индия), из-за благоприятной динамики долга. Среди стран Группы 20-ти представляется, что ужесточить политику в большей степени, чем в настоящее время прогнозируется, необходимо в Аргентине, Индии, России и Турции. В других странах, с учетом более высоких дефицитов, чем до кризиса, следует избегать дальнейшего стимулирования экономики, допуская при этом свободное действие автоматических стабилизаторов. Странам с формирующимся рынком и развивающимся странам, которые очень зависимы от доходов от биржевых товаров и внешних притоков, также необходимо тщательно оценивать риски значительного и продолжительного замедления притока такого финансирования. В целом, в случае материализации внешних рисков снижения темпов роста, следует допустить действие автоматических стабилизаторов, если для этого имеется финансирование и позволяют соображения устойчивости. В странах с низкими уровнями дефицита и долга могут также иметься возможности для использования дискреционного бюджетного стимула. В Китае налогово-бюджетная политика должна быть первой линией защиты от ослабления внешнего спроса; следует также стимулировать рост потребления (в системе все еще сохраняется избыточный объем кредита от стимула 2008–2009 годов, и возобновление кредитного бума могло бы поставить под угрозу состояние кредитных портфелей банков). Следует ограничивать риски для бюджетных балансов, связанные с энергетическими субсидиями, адресно предоставляя такие субсидии наиболее уязвимым домашним хозяйствам. Конкретные требования

более подробно рассматриваются в апрельском выпуске «Бюджетного вестника» 2012 года.

Важно далее совершенствовать меры и основы пруденциальной политики, чтобы устранить факторы финансовой неустойчивости. В последние годы экономика многих стран с формирующимся рынком и развивающихся стран быстро росла, чему способствовали значительный рост кредита и динамично растущие цены на активы. Кредитные бумы в некоторой степени объяснялись развитием финансовых рынков, что способствует экономическому росту. Однако в большинстве случаев они вызывают серьезную обеспокоенность относительно последующего воздействия на качество банковских кредитных портфелей. В этих условиях более действенные меры и основы пруденциальной политики имеют насущное значение для противодействия усиливающимся рискам для финансовой стабильности.

В условиях высокой неопределенности в мире управление волатильными притоками капитала может быть еще одной сложной задачей для многих стран с формирующимся рынком. Некоторые страны начали использовать макропруденциальные меры, специально направленные на управление притоками капитала, такие как налоги на определенные притоки, минимальные сроки инвестиций и нормативы обязательных резервов по конкретным валютам. Например, Бразилия и Индия снизили уровни таких налогов и ограничений после замедления потока капитала. Бразилия недавно снова изменила политику ввиду возобновления притока. В качестве ответных мер на изменчивые потоки капитала можно использовать и другие макроэкономические инструменты: допущение соответствующей корректировки обменного курса, изменение уровней международных валютных резервов и калибрование денежно-кредитной и налогово-бюджетной политики. Совершенствование мер и основ пруденциальной политики также может играть важную роль в смягчении последствий волатильных потоков капитала для финансовой стабильности.

Специальный раздел. Обзор рынка биржевых товаров

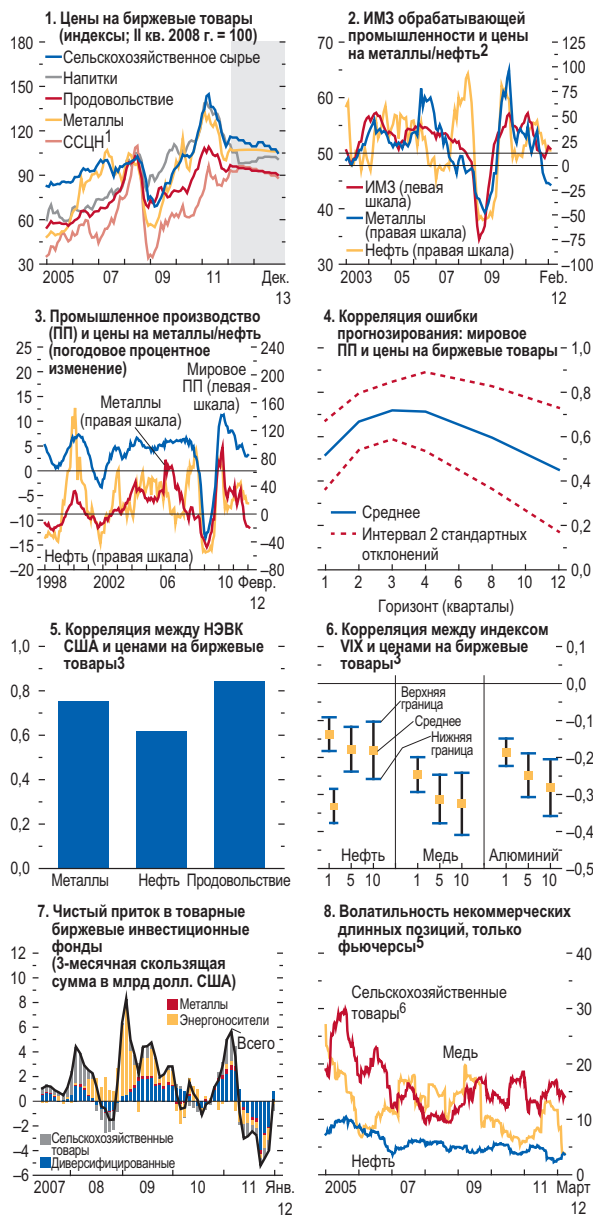
Мировые рынки биржевых товаров утратили часть своего «блеска» в 2011 году. Цены на биржевые товары, хотя все еще высокие в реальном выражении, снижались на протяжении большей части 2011 года (рис. 1.СР.1, панель 1), за исключением цен на нефть, которые к концу года стали все в большей мере определяться геополитическими рисками для предложения. Цены на биржевые товары в первом квартале 2012 года восстановились, но остаются в основном ниже своих уровней на конец 2010 года. Ряд изменений вызывает сомнения относительно того, имеют ли цены на биржевые товары широкий потенциал для дальнейшего повышения, что может выражаться, например, в недавних снижениях рейтинга активов на основе биржевых товаров до «уменьшайте их долю» по сравнению с рейтингом «повышайте их долю», обычного присваивавшегося последние несколько лет.

Во-первых, основным фактором снижения цен на биржевые товары в 2011 году была более высокая, чем обычно, неопределенность относительно краткосрочных перспектив мировой экономики. Во-вторых, в странах с формирующимся рынком и развивающихся странах темпы роста снизились в большей мере, чем прогнозировалось, а снижение активности на рынке недвижимости Китая вновь вызвало обеспокоенность относительно «жесткой посадки» в этой стране. В-третьих, общий бум на рынках биржевых товаров начался примерно десятилетие назад (с некоторыми различиями между товарами), и есть сомнения на предмет сохранения его устойчивого роста с учетом того, что высокие цены привели к ответной реакции предложения, особенно некоторых основных зерновых культур и базовых металлов.

Между ценами на нефть и тенденциями цен на более широкую группу биржевых товаров в последние месяцы возникло расхождение. Цены на нефть не падали наряду с ценами на другие товары, когда прогнозы роста мировой экономики на 2012 год были снижены во второй половине 2011 года. На середину марта 2012 года цены на нефть превысили предыдущие пиковые значения, достигнутые в апреле 2011 года сразу после перебоев в предложении в Ливии. Возросшие геополитические риски в значительной степени объясняют недавнее расхождение цен на нефть и цен на другие товары, но другие

Авторы раздела: Томас Хелблинг, Юн Шик Кан и Шон Роуч; при поддержке Марины Руссе.

Рисунок 1.СР.1. Цены на биржевые товары и мировая экономика



Источники: МВФ, Система цен на основные биржевые товары, расчеты персонала МВФ.

¹Средняя спотовая цена нефти (СЦЦ) представляет собой среднее арифметическое спотовых цен Brent, Dubai Fateh и West Texas Intermediate.

²Мировой индекс менеджеров по закупкам (ИМЗ) в обрабатывающей промышленности: значения свыше 50 указывают на подъем. Цены на биржевые товары указаны как годовое процентное изменение.

³Корреляция между скользящими двухлетними стандартными отклонениями месячных изменений номинального эффективного валютного курса (НЭВК) США и ценами на биржевые товары.

⁴На рисунке показана корреляция ошибки прогнозирования, полученная в двумерных векторных авторегрессиях на основе ежедневных данных; верхняя и нижняя границы обозначают интервал 2 стандартных отклонений; дни показаны по оси X.

⁵Скользящие 26-недельные стандартные отклонения ежедневных изменений позиций.

⁶Суммарные позиции для кукурузы, пшеницы и соевых бобов.

Таблица 1. СР.1. Доля дисперсии цен на биржевые товары, связанная со статическими общими факторами¹
(На основе оптимального числа общих факторов)

	С учетом Великой рецессии (2008:III кв.–2009: I кв.)			Без учета Великой рецессии (2008: III кв.–2009: I кв.)		
	Полная выборка	Средняя выборка	Короткая выборка	Полная выборка	Средняя выборка	Короткая выборка
	1979: I кв.– 2011: II кв.	1995: I кв.– 2011: II кв.	2003: I кв.– 2011: II кв.	1979: I кв.– 2011: II кв.	1995: I кв.– 2011: II кв.	2003: I кв.– 2011: II кв.
Сельскохозяйственное сырье						
Среднее	0,42	0,48	0,60	0,37	0,40	0,51
Продукты питания и напитки						
Среднее	0,43	0,43	0,52	0,41	0,38	0,58
Базовые металлы						
Среднее	0,54	0,51	0,64	0,60	0,40	0,51
Энергоносители						
Нефть, датированный Brent	0,95	0,87	0,86	0,95	0,85	0,56
Нефть, West Texas Intermediate	0,91	0,86	0,85	0,89	0,80	0,53
Природный газ, США	0,25	0,31	0,37	0,18	0,17	0,19
Среднее	0,67	0,68	0,72	0,62	0,58	0,47
Среднее, все биржевые товары	0,49	0,50	0,59	0,44	0,43	0,54

Источники: МВФ, Система цен на основные биржевые товары; расчеты персонала МВФ.

¹На основе логарифмических разностей первого порядка для цен на биржевые товары в постоянных долларах США.

проблемы предложения за последний года также показывают, каким сложным и неустойчивым остается продолжающийся рост мировой добычи нефти.

В Обзоре рынка биржевых товаров анализируются факторы, лежащие в основе последних изменений, и рассматривается их значение для ближайших перспектив рынка биржевых товаров.

Цены на биржевые товары и мировая экономика

Глобальные экономические факторы, такие как уровень промышленного производства, оказывают общее воздействие на все цены на биржевые товары. Они влияют на цены через те же каналы, в том числе через спрос на биржевые товары и стоимость хранения запасов. Существуют устойчивые эмпирические свидетельства того, что лишь немногие общие факторы, обычно один или два, объясняют значительную долю колебаний цен (измеряемых дисперсией изменения цен) по всем основным группам биржевых товаров (таблица 1.СР.1)¹⁰.

¹⁰Таблица 1.СР.1 основана на методе приближенной факторной модели, применяемом к панели, включающей цены на 36 биржевых товаров. Общие факторы были рассчитаны с использованием основных компонентов, эта оценка была последовательной даже при наличии некоторой серийной и перекрестной корреляции, а также гетероскедастичности идиосинкразических ошибок в отдельных ценах (см., например, Bai and Ng, 2002). Число статических факторов определялось с использованием информационных критериев (Bai and Ng, 2002). Статические факторы воплощают базовую структуру, определяемую еще меньшим числом динамических факторов (Bai and Ng, 2007). Для панели цен на 36 биржевых товаров оптимальное число статических факторов составляет порядка

Совокупный общий фактор цен на биржевые товары тесно связан с колебаниями мирового промышленного производства — представительного показателя мировой экономической активности. Эта тесная связь проявляется в синхронизации циклов цен на биржевые товары с циклами мировой экономической активности (рис. 1.СР.1, панель 2). Действительно, поворотные точки в динамике цен на биржевые товары часто совпадают с поворотными точками в мировой экономической активности¹¹. Мировое промышленное производство также имеет прогнозное содержание для цен на биржевые товары в выборке и, в некоторых случаях, даже за пределами выборки (например, Alquist, Kilian и Vigfusson, 2011, по нефти — рис. 1.СР.1, панель 3). Наоборот, между ошибками прогнозирования в мировом промышленном производстве и общим фактором цен на биржевые товары есть сильная и положительная корреляция (рис. 1.СР.1, панель 4).

В этих условиях недавние снижения цен на биржевые товары в ответ на все более распространенное ухудшение прогнозов мирового роста в 2011 и 2012 годах отражает стандартные закономерности. Наоборот, когда опережающие индикаторы в первом квартале, в частности, индексы менеджеров по закупкам в обрабатывающей промышленности, свидетельствовали о повышении активности в ближайший период, цены на циклические

трех или четырех, в зависимости от периода выборки; оптимальное число динамических факторов равно одному или двум.

¹¹См. вставку 5.2. в апрельском выпуске «Перспектив развития мировой экономики» 2008 года.

биржевые товары, особенно базовые металлы и нефть, восстанавливались.

Другие экономические и финансовые изменения в мире также сказывались на ценах на биржевые товары в 2011 году. В частности, когда в конце лета кризис в зоне евро начал обостряться, доллар США окреп относительно большинства других валют благодаря потокам капитала, искавшим безопасную зону, при этом общая волатильность на финансовых рынках увеличилась. Цены на биржевые товары в долларах США, расчетной единице большинства операций на мировом рынке биржевых товаров, часто имеют отрицательную корреляцию с шоками для внешней стоимости доллара США ввиду сдвигов в покупательной способности и издержек за пределами долларовой зоны, предполагаемых динамикой валюты США (рис. 1.СР.1, панель 5).

Непредвиденные изменения в волатильности на финансовых рынках также часто имеют отрицательную корреляцию с мировыми ценами на биржевые товары. Шоки для VIX, широко используемого представительного показателя волатильности на финансовых рынках, обычно имеют отрицательную корреляцию с ценами на биржевые товары (рис. 1.СР.1, панель 6). Эта отрицательная корреляция может объясняться, отчасти, возросшей неопределенностью относительно ближайших экономических перспектив при увеличении VIX¹². Возросшая неопределенность также сказывается на финансовых условиях, которые в ответ ужесточаются. Связанные с этим повышения премий за риск, в свою очередь, воздействуют на рынки биржевых товаров. На рынках производных товарных финансовых инструментов некоммерческие инвесторы требуют более высоких премий за риск за свои позиции по производным инструментам, что повышает стоимость хеджирования¹³. Это повышение, наряду с более высокими премиями за риск по кредиту, связанному с биржевыми товарами, и приводит к росту издержек на хранение запасов. В условиях большей неопределенности относительно будущей активности и меньших стимулов к хранению запасов спотовые цены часто снижаются.

Поскольку производные товарные инструменты по существу являются активами с высокими коэффициентами «бета», основанными на ближайших перспективах мировой экономики, увеличение неопределенности также сказывается на настроениях инвесторов. Кроме того, сохраняющаяся сильная

¹²См., в частности, Bloom (2009).

¹³См., например, работы Etula (2009) и Acharya, Lochstoer, and Ramadorai (2010).

корреляция между ценами на биржевые товары и ценами на мировых фондовых рынках, которые в равной мере движимы неопределенностью, сделала активы на основе биржевых товаров менее привлекательными для целей диверсификации. Инвесторы изымали средства из биржевых инвестиционных фондов на протяжении большей части 2011 года (рис. 1.СР.1, панель 7). В целом, совокупные изъятия в 2011 году превышали изъятия во время глобального финансового кризиса 2008–2009 годов. Повышенная волатильность некоммерческих позиций по фьючерсам в конце 2011 года является еще одним проявлением того, что выглядит как большее нежелание принимать риски на рынках производных товарных инструментов (рис. 1.СР.1, панель 8).

В условиях ограниченного роста мировой экономики, ожидающихся на 2012–2013 годы, цены на биржевые товары, по прогнозам, останутся в целом на неизменном уровне. Циклические цены на биржевые товары могут подняться, если темпы мирового экономического роста окажутся выше, чем ожидается сейчас. Однако это повышение цен, скорее всего, останется умеренным, поскольку рост в 2012 году вряд ли восстановится до темпов, превышающих ожидавшиеся до новой эскалации неопределенности в 2011 году. Аналогичным образом, ожидаемое снижение потенциального роста в Китае и других странах с формирующимся рынком, даже если оно небольшое, уменьшит циклическое давление на рост цен.

Замедление роста и цикл товарно-материальных запасов в Китае

Темпы роста Китая с середины 2011 года стали менее высокими, и до настоящего времени практически не наблюдается признаков резкой коррекции потенциально перегретого сектора недвижимости и большинства связанных с ним сфер, несмотря на широко распространенные опасения относительно «жесткой посадки» (рис. 1.СР.2, панель 1). В то же время импорт биржевых товаров и видимое потребление товаров, имеющих более циклический характер, особенно базовых металлов, а также нефти, росли устойчивыми темпами, отчасти по причине продолжающегося активного роста внутренних инвестиций (рис. 1.СР.2, панели 2 и 3).

Еще одно опасение связано с уровнями запасов биржевых товаров в Китае. В ретроспективе спрос на запасы, видимо, составлял большую часть резкого увеличения спроса на биржевые товары в Китае в 2009 году и начале 2010 года. Определить положение Китая в цикле товарно-материальных запасов сложнее, чем в других странах с крупной

Рисунок 1.СР.2. Китай: последние изменения на рынке биржевых товаров



Источники: CEIC; Haver Analytics; Всемирное бюро статистики металлов; МВФ, «Перспективы развития мировой экономики»; расчеты персонала МВФ.

¹Разница между годовыми темпами роста видимого потребления и промышленного производства в процентных пунктах.

²Переменная состояния рассчитана с применением фильтра Кальмана и модели невязных факторов с четырьмя переменными; ШФБ = Шанхайская фьючерсная биржа.

³Совокупное потребление алюминия, меди, свинца, никеля, олова и цинка. Реальный ВВП на душу населения в тысячах долл. США, скорректированный по паритету покупательной способности, показан по оси X; потребление металлов на душу населения в кг показано по оси Y.

⁴Совокупный показатель для Австрии, Бельгии, Дании, Германии, Италии, Нидерландов, Норвегии, Соединенного Королевства, Финляндия, Франции, Швеции и Швейцарии.

экономикой ввиду важнейшей роли государственных агентств по управлению резервами, особенно Государственного бюро резервов. Официальные запасы биржевых товаров весьма обычны в ряде областей, особенно в стратегических целях (например, нефти) и в сельском хозяйстве (для продовольственной безопасности и в результате вмешательства государства на сельскохозяйственных рынках). Однако в Китае участие государственного сектора является также значительным и в других областях. Например, согласно недавним оценкам, совокупные запасы меди Китая (исключая хранимые на биржевых складах) составляют примерно 1,78 млн тонн или девять процентов от совокупного годового производства за 2011 год. (Согласно более консервативным оценкам, они равны примерно 1 млн тонн.) В то же время агентства Китая практически не раскрывают информации о величине своих запасов. Например, в случае нефти и нефтепродуктов власти не предоставляют данных об уровнях товарных запасов, что усложняет оценку изменений на мировом рынке нефти. Оценка цикла запасов в Китае поэтому должна основываться на косвенных доказательствах. Ввиду того что циклические биржевые товары, такие как базовые металлы, используются в качестве вводимых ресурсов в производстве, одним показателем может быть разрыв между показателями экономической активности (такими как импорт) и показателями спроса на эти товары (например, «видимое потребление», определяемое как отечественное производство плюс импорт минус экспорт). Если активность растет, когда видимое потребление снижается, это может означать, что запасы снижаются (и наоборот). Если хранители запасов стремятся поддерживать «нормальный» уровень запасов, это также дало бы некоторые указания на перспективы спроса на товарно-материальные запасы, при этом высокий уровень накопления запасов свидетельствует о вялом будущем спросе (рис. 1.СР, панель 4),

Динамическая факторная модель, которая призвана выявить динамику ненаблюдаемого цикла запасов базовых металлов в Китае, обеспечивает альтернативную перспективу. При таком подходе учитывается параллельная динамика ряда показателей, которая должна помочь в выявлении изменений в спросе на базовые металлы. Показанные здесь результаты получены благодаря модели с четырьмя переменными, которая включает макроэкономический синхронный индикатор (охватывающий переменные промышленного производства, занятости и иной активности), видимое потребление и импорт по шести базовым металлам, и запасы меди, хранящиеся на биржевых складах Шанхайской

фьючерсной биржи¹⁴. Этот последний показатель уже других, что объясняется отчасти наличием данных. Предполагается, что эти переменные являются функцией двух ненаблюдаемых (скрытых) переменных, которые интерпретируются как отражающие деловой цикл и цикл запасов. В частности, предполагается, что деловой цикл воздействует на все четыре переменные, тогда как цикл запасов влияет только на спрос на конкретные базовые металлы и индикаторы запасов. В Китае колебания в ключевых отраслях также, скорее всего, существенно (и отдельно от более общего делового цикла) сказываются на изменениях спроса на базовые металлы, особенно связанного со строительством и недвижимостью. Эти эффекты в этой модели четко не определены из-за недостаточности данных¹⁵.

Цикл запасов базовых металлов, полученный благодаря этой модели, демонстрирует закономерности, аналогичные методу разрыва между видимым потреблением и промышленным производством, но существуют заметные различия в биржевых запасах, данные о которых общедоступны (рис. 1.СР.2, панель 5). В частности, переменная состояния запасов имеет более длительный цикл, а ее поворотные точки в прошлом предшествовали таким точкам для биржевых запасов. Накануне мирового финансового кризиса, во время бурного роста цен на биржевые товары, Китай, по-видимому, существенно сократил свои запасы. После быстрого увеличения запасов перед введением Китаем бюджетного стимула в 2009 году отмечалось устойчивое сокращение запасов до середины 2011 года, после чего запасы вновь начали увеличиваться. Этот анализ указывает

¹⁴Модель определена в системе состояние/пространство. В нее включено четыре сигнальных уравнения: логарифм месячного изменения макроэкономического показателя Китая с поправками на сезонные колебания, видимое потребление и импорт Китая ряда базовых металлов, а также запасы меди на Шанхайской бирже. Каждая наблюдаемая переменная рассчитывалась как функция одной или двух скрытых переменных (деловой цикл и цикл запасов), которые обе следуют стационарным процессам авторегрессии (1). Шоки для скрытых переменных принимаются за ортогональные, а оценки скрытых переменных извлекаются с помощью фильтра Кальмана. Модель оценивается с использованием максимального правдоподобия и месячных данных за период выборки с января 1993 года по октябрь 2011 года.

¹⁵Отсутствие данных об активности в конкретных отраслях с месячной периодичностью (и за относительно продолжительный период) исключает такой вид анализа. На практике отраслевые эффекты в этой модели будут выявляться путем включения ряда наблюдаемых переменных активности (например, строительство или количество начавшихся новых строительных объектов) в измерительные уравнения, которые, наряду со спросом на биржевые товары, частично определяются ненаблюдаемыми отраслевыми циклами.

на то, что запасы базовых металлов в настоящее время в целом близки к «нормальным» уровням. Спрос Китая в краткосрочной перспективе поэтому, возможно, будет в большей степени основан на активности реальной экономики, а не на крупных изменениях желаемого уровня запасов.

Влияние Китая на мировые рынки биржевых товаров в ближайшей перспективе будет зависеть от его способности обеспечить «мягкую посадку» экономики в 2012 году и от динамики его цикла запасов. Текущие прогнозы «Перспектив развития мировой экономики» предполагают в 2012 году годовой прирост на 8,2 процента, что соответствует сохранению активного, хотя и менее динамичного спроса Китая на широкий круг биржевых товаров. Эти прогнозы предполагают, что Китай не войдет неожиданно в новый период сокращения запасов. Более того, недавний рост отношения аннулированных варрантов к совокупным запасам на складах Лондонской биржи металлов, которое является опережающим индикатором снижения резервных запасов металлов в ближайший период, отражает ожидания активного роста спроса на базовые металлы, согласующиеся с уменьшением опасений относительно «жесткой посадки» в Китае и поступающими данными, указывающими на более высокий, чем ожидалось, уровень активности в США (рис. 1.СР.3, панель 1)¹⁶.

Перспективы спроса Китая на биржевые товары в среднесрочной перспективе зависят от темпов и структуры его экономического роста. Рост инвестиций в период после макроэкономического стимулирования в Китае в 2009–2010 годах оставался быстрым, отчасти из-за циклических факторов. Структурные факторы также помогают объяснить устойчиво высокую долю инвестиций в экономике Китая (в том числе искусственное занижение стоимости капитала), которая лежит в основе его экономического роста с высокой интенсивностью потребления биржевых товаров. Правительство Китая приняло обязательство перебалансировать спрос, переключив его с инвестиций и экспорта на потребление, что, возможно, приведет к постепенному снижению роста спроса на многие биржевые товары. Но по сравнению с опытом других стран спрос на биржевые товары на душу населения будет по-прежнему расти по мере роста доходов с учетом текущего уровня доходов (рис. 1.СР.2, панель 6). На этом фоне основной риск для мирового спроса на

¹⁶Металл, указанный в варрантах, представляет запасы, хранящиеся на складе; аннулированные варранты представляют металл, предназначенный для поставки. Инвесторы аннулируют свои варранты, поскольку они хотя и забрали металл со склада.

Рисунок 1.СР.3. Предложение биржевых товаров и изменения запасов I



Источники: Bloomberg; МВФ, Система цен на основные биржевые товары; Международное энергетическое агентство; Министерство сельского хозяйства США; Всемирное бюро статистики металлов; расчеты персонала МВФ.
¹Среднее по алюминию, меди, свинцу, никелю, олову и цинку. ЛБМ = Лондонская биржа металлов.
²Средневзвешенное по свинцу, никелю, олову и цинку.
³Совокупное процентное изменение с 2003 года по 2011 год.

биржевые товары останутся тесно связанным с перспективами роста в Китае. Риски перехода к росту, связанному с менее высоким потреблением биржевых товаров, напротив, выглядят маловероятными в ближайший период. В более общем плане, индустриализация, урбанизация и сближение доходов в странах с формирующимся рынком и развивающихся странах останутся важными источниками роста спроса на биржевые товары.

Расхождение цен на биржевые товары и динамика предложения

Как отмечалось выше, общие факторы играют важную роль в колебаниях цен на биржевые товары. Тем не менее, в силу специфических факторов, в изменениях цен разных биржевых товаров может также иметь место существенное расхождение. Один показатель расхождения — межквартильный размах изменений цен, определяется как разность между 75-м и 25-м перцентилями выборки изменений цен всех 51 биржевого товара, включенного в индекс биржевых товаров МВФ, — показывает, что во второй половине 2011 года расхождение уменьшилось до уровня ниже среднего показателя за 30 лет (рис. 1.СР.3, панель 2). Это сужение последовало за необычно крупным увеличением, которое началось во время топливно-продовольственного кризиса 2007–2008 годов. Однако расхождение между изменениями цен на нефть и другие биржевые товары заметно расширилось во второй половине 2011 года. Следует особо отметить расхождение цен между базовыми металлами и нефтью — циклическими товарами (рис. 1.СР.3, панель 3).

Уменьшение расхождения цен на многие биржевые товары соответствует ситуации, когда факторы, специфические для конкретных товаров, становятся относительно менее значимыми по сравнению с общими факторами. В кратко- и среднесрочной перспективе факторы, специфические для конкретных товаров, обычно представляют собой события или изменения, связанные с предложением¹⁷. Действительно, на мировых продовольственных рынках

¹⁷Факторы, специфические для конкретных товаров, включают как факторы спроса, так и факторы предложения. Главными связанными с конкретными товарами факторами на стороне предложения являются объемы производства, особенно урожая, и уровень резервных запасов. Последний имеет большое значение, поскольку эффективное предложение в течение периода задается суммой объема производства и изменений запасов. Технологические инновации могут быть важны как на стороне спроса (изменения возможности замещения другими товарами или эффективности использования,

хорошие урожаи в прошлый сельскохозяйственный год и ожидания лучших урожаев в этом году привели к исчезновению в течение года (как это обычно случается) неблагоприятного шока предложения, который ударил по мировым рынкам зерна в 2010 году. Цены на нефть, напротив, оставались высокими, что отражало жесткую конъюнктуру на физических рынках, в основном ввиду шоков предложения на протяжении большей части 2011 года и из-за геополитических рисков.

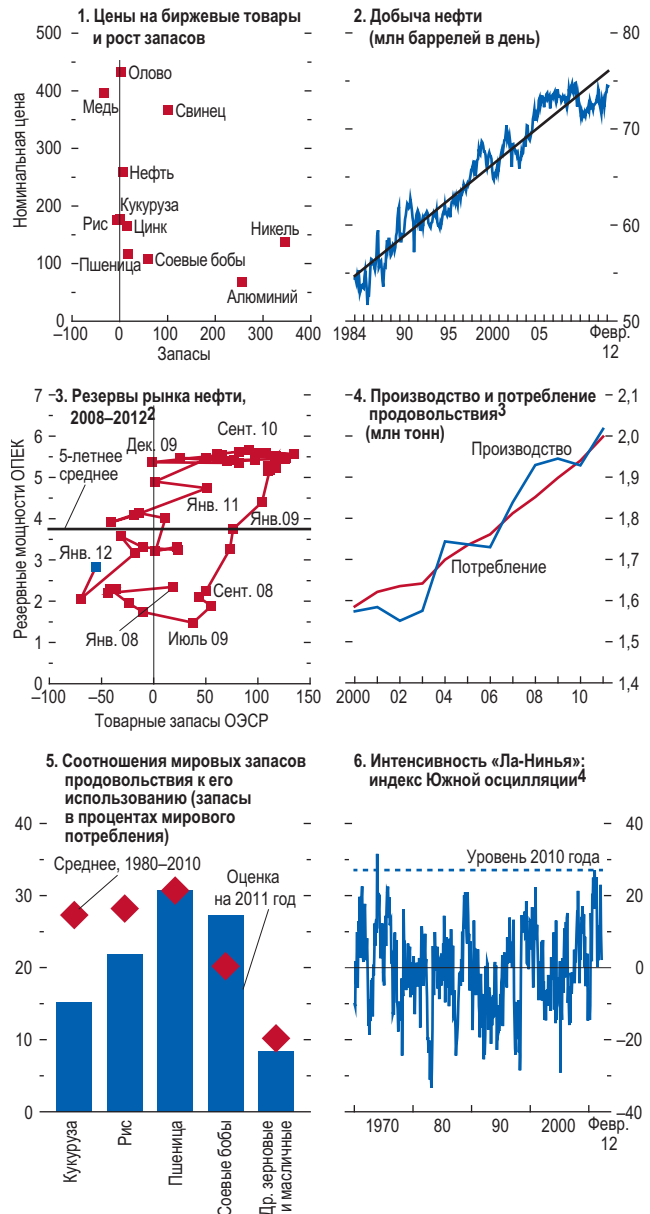
Различиям в ответной реакции предложения и запасов также соответствует расхождение цен в среднесрочной перспективе. С 2003 год по 2011 год совокупный рост цен на алюминий и никель был меньше, чем для других базовых металлов, что отражало возросшие резервные запасы, которым благоприятствовала более сильная реакция производства на повышение цен (рис. 1.СР.3, панели 4 и 5). Цены на медь и олово, наоборот, быстро росли, что соответствовало меньшим резервным запасам и более ограниченному росту производства (рис. 1.СР.3, панель 6; рис. 1.СР.4, панель 1).

Мировое предложение нефти и геополитические риски

Мировой спрос на нефть в 2011 году был ниже, чем прогнозировалось в конце 2010 года, что соответствует более низкой, чем ожидалось глобальной экономической активности. Тем не менее, низкая обеспеченность нефтью, характеризовавшая конъюнктуру в начале 2011 года (результат всплеска спроса на нефть во второй половине 2010 года), сохранялась на протяжении большей части года, в основном в результате перебоев в предложении в ведущих странах-производителях нефти (особенно в Ливии) и более длительных, чем ожидалось, перерывов на обслуживание и других перерывов в странах-производителях, не являющихся членами ОПЕК, Организации стран-экспортеров нефти (таблица 1СР.2; рис. 1.СР.4, панель 2). Увеличение производства в других странах ОПЕК, особенно в Саудовской Аравии, и снижение спроса в конечном итоге привело к сбалансированному спросу и предложению в конце осени. В тот период промышленные запасы нефти Организации экономического сотрудничества и развития (ОЭСР) и резервные мощности ОПЕК упали ниже пятилетних средних значений, которые часто используются в качестве отраслевых контрольных показателей

например, топлива), так и на стороне предложения (например, новые технологии добычи).

Рисунок 1.СР.4. Предложение биржевых товаров и изменения запасов II



Источники: МВФ, Система цен на основные биржевые товары; Международное энергетическое агентство; Национальная администрация по океанографии и атмосфере США; Министерство сельского хозяйства США; Всемирное бюро статистики металлов; расчеты персонала МВФ.

1 Совокупное процентное изменение с 2003 года по 2011 год.

2 Запасы Организации экономического сотрудничества и развития (ОЭСР), отклонения от 5-летнего среднего (млн баррелей) по оси X; эффективные резервные мощности Организации стран-экспортеров нефти (ОПЕК) (млн баррелей в день) по оси Y (без учета Ирака, Нигерии и Венесуэлы за весь период времени и Ливии за период с ноября 2011 года).

3 Сумма по кукурузе, пшенице и обрушенному рису. Сельскохозяйственный год указан по оси X: 2001 означает 2000–2001 сельскохозяйственный год.

4 Большие положительные значения часто означают эпизоды явления «Ла-Нинья».

Таблица 1. СР2. Мировой спрос на нефть и мировое производство нефти по регионам
(В миллионах баррелей в день)

	2009	2010	2011 Прогн.	2010: 2ПГ	2011: 1ПГ	Погодовое процентное изменение							
						2004–06 Среднее	2007	2008	2009	2010	2011 Прогн.	2010: 2ПГ	2011: 1ПГ
Спрос													
Страны с развитой экономикой	45,7	45,1	44,7	44,9	45,2	-0,1	-3,5	-3,9	1,5	-1,3	-0,8	-0,6	-2,0
<i>В том числе:</i>													
США	19,5	19,2	19,1	19,3	19,1	-0,1	-5,9	-3,7	2,2	-1,5	-0,5	-0,1	-2,9
Зона евро	10,6	10,3	10,0	10,2	10,3	-0,4	-0,4	-5,6	-0,2	-2,9	-2,4	-2,0	-3,7
Япония	4,5	4,5	4,5	4,4	4,6	-1,8	-4,9	-8,2	1,3	0,8	0,9	-1,3	2,7
Новые индустриальные страны Азии	4,8	4,7	4,8	4,7	4,8	2,7	-2,7	3,3	3,9	-1,2	0,7	-1,9	-0,6
Страны с формирующимся рынком и развивающиеся страны	42,6	44,0	45,2	43,5	44,5	3,9	2,9	2,1	5,1	3,2	2,7	3,7	2,6
<i>В том числе:</i>													
СНГ	4,5	4,7	4,8	4,5	4,8	2,3	2,3	-1,2	6,8	5,1	1,9	4,1	6,0
Развивающиеся страны Азии	24,8	25,8	26,7	26,0	25,7	3,5	1,5	4,6	5,9	4,1	3,3	5,1	3,1
Китай	9,1	9,5	9,9	9,5	9,5	5,4	2,2	4,1	12,5	4,9	3,9	7,8	2,2
Индия	3,3	3,5	3,6	3,5	3,4	4,9	4,0	4,7	2,4	4,2	3,3	3,5	5,0
Ближний Восток и Северная Африка	9,3	9,4	9,7	9,2	9,6	5,2	5,0	3,6	3,2	1,1	2,8	1,3	1,0
Западное полушарие	5,9	6,1	6,3	6,0	6,2	4,4	4,9	0,0	5,3	3,0	2,6	3,4	2,7
Весь мир	88,3	89,1	89,9	88,4	89,7	1,6	-0,7	-1,2	3,2	0,8	0,9	1,5	0,2
Производство													
ОПЕК (текущий состав) ^{1,2}	34,8	35,8	36,2	35,5	36,1	1,7	3,3	-5,7	2,2	2,7	1,3	2,9	2,6
<i>В том числе:</i>													
Саудовская Аравия	9,8	10,7	...	10,4	11,1	-0,2	4,9	-9,5	3,1	9,9	...	8,3	11,5
Нигерия	2,5	2,6	...	2,6	2,6	-1,9	-7,6	-0,4	15,7	3,9	...	8,7	-0,3
Венесуэла	2,7	2,7	...	2,8	2,7	1,8	0,8	-3,6	-4,6	-0,3	...	1,8	-2,4
Ирак	2,4	2,7	...	2,7	2,8	2,0	14,3	2,5	-2,2	13,3	...	13,7	12,9
Страны, не входящие в ОПЕК ²	52,6	52,7	53,6	52,5	52,9	0,4	-0,2	1,8	2,1	0,2	...	0,3	0,1
<i>В том числе:</i>													
Северная Америка	14,1	14,5	15,0	14,3	14,8	-1,2	-3,6	2,1	3,5	3,1	...	2,3	3,8
Бассейн Северного моря	3,8	3,4	3,4	3,5	3,3	-7,0	-4,7	-5,3	-8,6	-9,8	...	-10,7	-8,8
Россия	10,5	10,6	10,7	10,5	10,6	2,5	-0,7	2,0	2,4	1,2	...	1,2	1,3
Другие страны бывшего СССР ³	3,1	3,0	3,1	3,1	3,0	9,9	3,1	8,7	1,3	-1,7	...	-0,3	-2,9
Другие страны, не входящие в ОПЕК	21,2	21,1	21,5	21,1	21,2	1,4	3,0	2,0	3,4	-0,2	...	0,8	-1,1
Весь мир	87,4	88,5	89,9	88,0	89,0	0,9	1,2	-1,4	2,2	1,2	...	1,3	1,1
Чистый спрос⁴	0,9	0,6	...	0,5	0,7	0,5	-0,2	0,0	1,0	0,7	...	0,5	0,8

Источники: International Energy Agency, *Oil Market Report*, август 2011 года; расчеты персонала МВФ.

¹ОПЕК — Организация стран-экспортеров нефти. Включает Анголу (на которую распространяются квоты с января 2007 года) и Эквадор (который вновь присоединился к ОПЕК в ноябре 2007 года после приостановки своего членства с декабря 1992 года по октябрь 2007 года).

²Общие объемы включают нефть, конденсат, природный газоконденсат и нефть, получаемую из нетрадиционных источников.

³К другим странам бывшего СССР относятся Азербайджан, Беларусь, Грузия, Казахстан, Кыргызская Республика, Таджикистан, Туркменистан, Украина и Узбекистан.

⁴Разница между спросом и производством. В столбцах процентных изменений цифры приводятся в процентах мирового спроса.

(рис. 1.СР.4, панель 3). В то же время вновь начали расти геополитические риски, что привело к увеличению спроса на товарные запасы, продиктованного соображениями предосторожности. Эти события происходили в общих условиях устойчивой дефицитности нефти, при этом добыча нефти оставалась ниже тренда¹⁸.

¹⁸См. главу 3 апрельского выпуска «Перспектив развития мировой экономики» 2011 года.

Геополитические риски для предложения нефти на протяжении 2011 года были значительными. В первый раз они увеличились в начале 2011 года в связи с волнениями в странах Ближнего Востока и Северной Африки. Хотя к концу года связанные с Ливией риски уменьшились (к февралю 2012 года нефтедобыча Ливии восстановилась до четырех пятых уровня до начала волнений), риски в других странах возросли, в том числе в Исламской Республике Иран, Сирийской Арабской Республике, Республике Йемен, Судане, Южном Судане и Ираке.

Таблица 1. СР3. Средние значения и стандартные отклонения производства нефти*(На основе ежемесячных изменений в производстве)*

Производитель	1984–2011			2001–11			2006–11		
	Стандартное отклонение			Стандартное отклонение			Стандартное отклонение		
	Среднее	Проц.	мбд ¹	Среднее	Проц.	мбд ¹	Среднее	Проц.	мбд ¹
Весь мир	0,1	1,2	0,9	0,1	0,9	0,6	0,0	0,8	0,6
Страны, не входящие в ОПЕК ²	0,0	0,9	0,4	0,0	0,8	0,3	0,0	0,9	0,4
ОПЕК	0,2	3,0	0,9	0,1	1,7	0,5	-0,1	1,5	0,5
Исламская Республика Иран	0,2	6,5	0,2	0,0	3,5	0,1	-0,2	2,4	0,1
<i>Справочные статьи</i>									
Экспорт Ирана в ОЭСР ³									
Отношение к стандартному отклонению, мировое производство ⁴						2,36			2,47
Отношение к стандартному отклонению, производство за пределами ОПЕК ⁴						4,30			3,96
Отношение к стандартному отклонению, производство Ирана ⁴						11,46			17,24

Источники: Управление информации по энергетике, США; Международное энергетическое агентство; расчеты персонала МВФ.

¹Стандартное отклонение, выраженное в процентах, применяется к последним имеющимся данным о производстве (ноябрь 2011 года); мбд = миллионы баррелей в день.²ОПЕК — Организация стран-экспортеров нефти.³Экспорт нефти на сентябрь 2011 года; ОЭСР = Организация экономического сотрудничества и развития.⁴Отношение экспорта нефти к стандартному отклонению месячных объемов производства.

После опубликования Международным агентством по атомной энергии доклада о ядерной программе Ирана в ноябре 2011 года связанные с Ираном риски вызывают наибольшее беспокойство. В результате недавнего эмбарго ЕС на импорт нефти, ужесточения санкций других стран и частичного эмбарго Ирана на экспорт нефти, потенциальный шок предложения иранской нефти трансформируется в фактический шок, поскольку снижение добычи и экспорта иранской нефти представляется неизбежным в 2012 году и в последующий период. Вместе с тем, масштабы и темпы снижения предсказать трудно: результаты будут зависеть от экономических и стратегических соображений небольшого числа игроков, в том числе основных чистых импортеров из числа стран с формирующимся рынком.

Чем больше сокращение предложения иранской нефти, тем выше риск ужесточения условий на мировом рынке нефти. Например, снижение экспорта нефти в объеме совокупного экспорта в страны ОЭСР составит примерно 1½ млн баррелей в день, что эквивалентно шоку приблизительно в 2,4 стандартного отклонения для обычных колебаний мирового производства (таблица 1. СР3)¹⁹. Нарушение в мировом предложении нефти, скорее всего, будет меньше, поскольку другие производители восполнят часть этой разницы, как это сделали Саудовская Аравия и другие производители ОПЕК в случае

¹⁹В историческом контексте нарушение в таких масштабах будет являться нарушением, превышающим среднее, как по общему количеству баррелей, так и в процентах мирового производства.

перебоев предложения в Ливии. Саудовская Аравия действительно подала сигнал о своем намерении дополнительно увеличить добычу в случае еще одного масштабного нарушения предложения. Тем не менее, изучение событий и анализ временных рядов данных указывают на то, что такие действия редко компенсируют разницу полностью и что существенные перебои в местном предложении нефти связаны со снижением мирового предложения нефти, по крайней мере, временно.

Геополитические риски для предложения нефти в связи с ситуацией с Ираном выходят за пределы сокращения добычи и экспорта нефти, которое, по-видимому, уже материализуется и учитывается в ценах на рынке. Расположение Ирана рядом с Ормузским проливом — узким местом, через которое перевозится примерно 40 процентов мирового экспорта нефти (25 процентов мировой добычи), — и его географическая близость к другим крупным производителям нефти означают, что существует риск крупномасштабного, возможно, беспрецедентного, нарушения предложения нефти в случае вооруженного конфликта или попыток перекрыть пролив²⁰. Ввиду низкой чувствительности мирового спроса на нефть к изменениям цен в краткосрочном плане, такое нарушение предложения нефти потребует очень значительного

²⁰Ормузский пролив является также стратегически важным узким местом для поставок сжиженного природного газа (СПГ) — по некоторым оценкам, примерно 20 процентов мирового предложения СПГ.

изменения цен для поддержания сбалансированности мирового предложения и спроса.

Геополитический риск вряд ли вскоре снизится; этот риск приводит к увеличению продиктованного соображениями предосторожности спроса на товарные запасы нефти. Рост спроса на нефть, связанный с производством, также, скорее всего, повысится по мере восстановления мировой экономики. С учетом того что предложение за пределами ОПЕК, по прогнозам, в ближайший период возрастет незначительно, конъюнктура нефтяного рынка будет смягчаться постепенно. Фьючерсные цены на нефть указывают на то, что спотовые цены, как ожидается, будут постепенно снижаться, но в 2012–2013 годах останутся выше среднего уровня 2011 года. С учетом резервных мощностей и резервных запасов ниже среднего уровня в этих условиях риски повышения цен на нефть по-прежнему вызывают серьезную обеспокоенность, несмотря на риски снижения темпов роста мировой экономики и спроса на нефть.

Рост предложения на мировых рынках продовольствия

Благодаря хорошим урожаям в прошлом сельскохозяйственном году мировые запасы продовольствия в 2011 году начали восстанавливаться (рис. 1.СР.4, панель 4)²¹. В результате, с учетом прогнозов дальнейшего улучшения урожая в этом

²¹В *World Agricultural Supply and Demand Estimates* Министерства сельского хозяйства США сельскохозяйственные годы зависят от культуры, но в целом они продолжаются с начала второй половины одного года до конца первой половины следующего календарного года.

сельскохозяйственном году, цены на продукты питания во второй половине 2011 года снизились, в целом параллельно ценам на циклические биржевые товары. Тем не менее, мировой спрос продолжает расти устойчивыми темпами, а уязвимость по отношению к неблагоприятным погодным событиям и другим неблагоприятным шокам предложения все еще вызывает обеспокоенность (рис. 1.СР.4, панель 5). Мировые запасы продовольствия остаются значительно ниже среднего уровня за последние четыре десятилетия по соотношению запасов и использования, особенно для кукурузы и риса. Поэтому до сих пор проявляются последствия снижения мировых запасов продовольствия в годы перед глобальным продовольственным кризисом 2007–2008 годов.

Метеорологическое явление, известное как «Ла-Нинья», представляет собой наиболее значительный риск для предложения продовольствия. После самого сильного за три десятилетия воздействия «Ла-Нинья» в 2010 году повторение явления в этом году было необычно мощным (рис. 1.СР.4, панель 6). Воздействие «Ла-Нинья» на урожайность в прошлые периоды было неоднозначным, но сила текущего цикла увеличивает перспективы засухи в Южной Америке и чрезмерных осадков в Азии. Соевые бобы подвергаются наибольшему риску, в основном из-за концентрации производства в Аргентине и Бразилии, а также из-за того, что в области предложения эта культура заняла место кукурузы, цены на которую до настоящего времени были выше. «Ла-Нинья» может также снизить урожайность риса в Азии, но очень большое увеличение посевных площадей в регионе должно обеспечить положительный прирост предложения, который предотвратит снижение резервных запасов.

Вставка 1.1. Доля рабочей силы в Европе и США во время Великой рецессии и после нее

В последнее время неравенство вызывает обеспокоенность по причине его связи с устойчивостью экономического роста (Berg and Ostry, 2011) и его воздействия на социальную сплоченность. Изменения в доле труда (доля оплаты труда в ВВП) являются наиболее распространенными показателями неравенства¹. С начала 1980-х годов во многих странах с развитой экономикой имела место общая тенденция к снижению доли труда, для которой выдвигались различные объяснения. К их числу относится премия за высшее образование (премия к зарплате лиц, имеющих степень бакалавра), эффект суперзвезды (непропорциональная оплата труда одного процента населения с наибольшими доходами), «размывание» среднего класса в результате технического прогресса, благоприятствующего квалифицированному труду, или офшоринга рабочих мест со средней квалификацией (Rajan, 2010; Atkinson, Piketty, and Saez, 2011; Acemoglu and Autor, 2011). Однако в настоящей вставке основное внимание уделяется более узкой теме циклической динамики доли труда, особенно во время Великой рецессии и последующего восстановления роста. Легло ли основное бремя корректировки во время Великой рецессии на работников? Оказались ли они в стороне во время восстановления? Отличается ли динамика доли труда от прошлых периодов восстановления?

Теория

Экономическая теория не устанавливает четкой связи между колебаниями совокупного дохода и долей труда. Во многих моделях доля труда принимается постоянной на протяжении делового цикла. В других есть ее положительная корреляция с разрывом между фактическим и потенциальными объемами производства, но необязательно с самим объемом производства. Наконец, когда во время рецессии происходит придерживание рабочей силы, доля труда, как ожидается, будет изменяться антициклически.

Основным автором настоящей вставки является Флоранс Жомотт, ей оказывал содействие Хаир Родригес.

¹Хотя величина доли рабочей силы обычно ассоциируется с неравенством, такая связь не является прямой. В некоторых обстоятельствах снижение доли рабочей силы может означать отсутствие изменений в неравенстве доходов, например, если больше работников получают вознаграждение в виде опционов на акции.

Рисунок 1.1.1. Динамика доли труда во время Великой рецессии и восстановления



Источники: Евростат; Организация экономического сотрудничества и развития; Бюро статистики труда США; расчеты персонала МВФ.

¹Доля труда определяется как отношение оплаты труда к ВВП.

²Высшие и низшие точки производства определяются с использованием алгоритма Брай-Бошана в версии, изложенной в работе Harding and Pagan (2002). Подъем (восстановление) определяется как четыре квартала после низшей точки.

Вставка 1.1 (окончание)

Вместе с тем, в ряде эмпирических исследований представлены данные о том, что доля труда обычно имеет антициклический характер — увеличивается во время рецессий и падает в периоды восстановления.

На этот раз

Данные о доле труда указывают на антициклическую динамику, при этом доля труда в национальном доходе во время Великой рецессии увеличивалась, а во время восстановления снижалась или (стабилизировалась) (рис.1.1.1)². Во время рецессии прибыль была компонентом, который чаще всего способствовал снижению дохода. В большинстве стран оплата труда фактически возросла, за исключением Греции, Ирландии, Испании и США. Доля труда во время спада в США и Испании увеличилась лишь на очень небольшую величину³. Во время восстановления, хотя увеличились все компоненты ВВП, прибыли в большинстве стран увеличились весьма значительно, что привело к снижению доли труда. Оплата труда вновь повысилась во всех странах, за исключением Испании и Португалии.

В европейских странах с развитой экономической динамика доли труда во время последнего

²Данные национальных счетов обеспечивают информацию об оплате труда наемных работников, но не дают разбивки трудового дохода других категорий работников (самозанятых, работодателей, работников в семье), которые включаются в категорию «валовая прибыль и приравненные к ней доходы и смешанный доход». Для расчета доли труда предполагается, что работники этих других категорий получают такую же оплату на одного работника, что и наемные работники.

³Чистые налоги снизились в большинстве стран и внесли значительный вклад в снижение ВВП в ряде из них (Италия, Норвегия, Португалия).

подъема, по-видимому, в целом была аналогичной событиям во время других периодов восстановления с 1980 года по 2006 год: прибыль относительно доходов от труда увеличилась весьма значительно⁴.

Недавний подъем в США, напротив, представляется необычным в историческом контексте. Восстановление прибыли относительно доходов от труда происходит на этот раз гораздо активнее (хотя во время всех подъемов доля труда имеет тенденцию к сокращению). Более того, последний подъем в США весьма похож на типичный подъем в европейской стране. Одна из возможностей заключается в том, что боязнь долгосрочной безработицы среди работников приводит к более низкому уровню зарплаты относительно производительности труда во время последнего подъема. Но для установления фактических причин потребуются дальнейшие исследования.

Во многих странах Европы доля работников в национальном доходе после Великой рецессии не снизилась. Во многих странах доля труда сегодня все еще выше, чем накануне Великой рецессии. Однако в США и нескольких странах Европы (особенно Греции и Испании) доля труда остается намного ниже докризисного пикового уровня. Только время покажет, в какой мере последние снижения доли труда усугубят общий тренд к снижению.

⁴Используется два определения восстановления: (1) четыре квартала после низшей точки (показано на рис. 1.1.1); и (2) период между низшей точкой и кварталом, в течение которого производство возвращается к докризисному пику (предоставляется по запросу). Выводы в целом аналогичны при обоих определениях. Альтернативное определение восстановления, которое здесь не используется, относится к периоду между низшей точкой и кварталом, в течение которого производство возвращается к тренду.

Вставка 1.2. Восстановление мировой экономики: каково текущее состояние?

Восстановление после Великой рецессии было необычайно неровным: очень слабым во многих странах с развитой экономикой, но на удивление энергичным во многих странах с формирующимся рынком и развивающихся странах. Траектория текущего восстановления в странах с развитой экономикой до настоящего времени проявляла тревожное сходство с медленным восстановлением после значительно более мягкой глобальной рецессии 1991 года. В последнее время подъем в странах с развитой экономикой ослаб, что вызывает беспокойство на предмет темпов и уверенности восстановления мировой экономики. В настоящей вставке рассматривается три основных вопроса для изучения текущего восстановления в историческом контексте. Насколько текущее восстановление мировой экономики отличается от прошлых подъемов? Как выглядят изменения в развитых странах и странах с формирующимся рынком в сравнении с прошлыми эпизодами? Каково текущее состояние процесса восстановления? Для ответа на эти вопросы в настоящей вставке рассматриваются в краткой форме основные черты глобальных подъемов за прошедшие 50 лет и опыт развитых стран и стран с формирующимся рынком в течение этих эпизодов.

Восстановление мировой экономики определяется как период (обычно первые три года) растущей экономической активности после глобальной рецессии. В настоящей вставке основное внимание уделяется подъемам, которые следовали за глобальными рецессиями 1975, 1982, 1991 и 2009 годов, которые были связаны со спадами мирового реального ВВП на душу населения⁵. Эпизод 2009 года выделяется как наиболее суро-

вая и синхронизированная глобальная рецессия за послевоенный период. Это вызывает вопрос о том, отличается ли существенным образом восстановление после Великой рецессии от прошлых подъемов. Чтобы проанализировать динамику восстановления мировой экономики, изменение в ряде макроэкономических и финансовых переменных во время текущего подъема сравнивается с предыдущими тремя эпизодами.

Насколько схожи? Насколько различны?

Текущее восстановление мировой экономики имеет ряд схожих черт с прошлыми подъемами, но отражает также некоторые важные различия. На глобальном уровне реальный ВВП, торговля, кредит и цены на жилье и акции не проявляли необычного характера во время текущего восстановления (рис. 1.2.1). На самом деле, ВВП, потребление и инвестиции восстанавливались быстрее, чем в периоды после прошлых глобальных спадов. Однако в 2009 году спад был более глубоким, и беспрецедентные меры макроэкономической политики по стимулированию помогают обеспечить текущее восстановление (рис. 1.2.2)⁶. Несмотря на сильное оживление глобальной экономической активности, уровень безработицы остается намного более высоким, чем во время предыдущих эпизодов. Однако эти общие наблюдения скрывают важные различия между процессами восстановления в странах с развитой экономикой и странах с формирующимся рынком.

Отличительной чертой текущего восстановления является его неравномерный характер. Как показано во вставке 1.1 октябрьского выпуска «Перспектив развития мировой экономики» за 2010 год, страны с формирующимся рынком имели лучшие показатели, чем во время прошлых эпизодов. Более того, на них приходится львиная доля мирового роста с 2009 года, движущими силами которого были в основном динамичный внутренний спрос, активные рынки активов, мощный приток капитала и меры политики, ориентированные на рост⁷. Высокие

Авторами настоящей вставки являются М. Айхан Кёсе, Пракаш Лунгани и Марко Е. Терронес. Содействие в исследованиях оказывали Эзги О. Озтюрк и М. Анхела Эспириту.

⁵Эти глобальные спады определяются благодаря применению на глобальном уровне двух стандартных методов датирования высших и низших точек в экономических циклах конкретных стран — статистических процедур и дискреционных методов, подобных применяемому Национальным бюро экономических исследований для США. Оба метода дают те же самые поворотные точки в глобальной экономической активности (Kose, Loungani, and Terrones, 2009). Считается, что показатель мирового ВВП на душу населения учитывает различия в темпах роста населения стран, в частности, страны с формирующимся рынком и развивающиеся страны обычно имеют более высокие темпы роста ВВП, чем развитые страны, но они также имеют более высокие темпы роста населения.

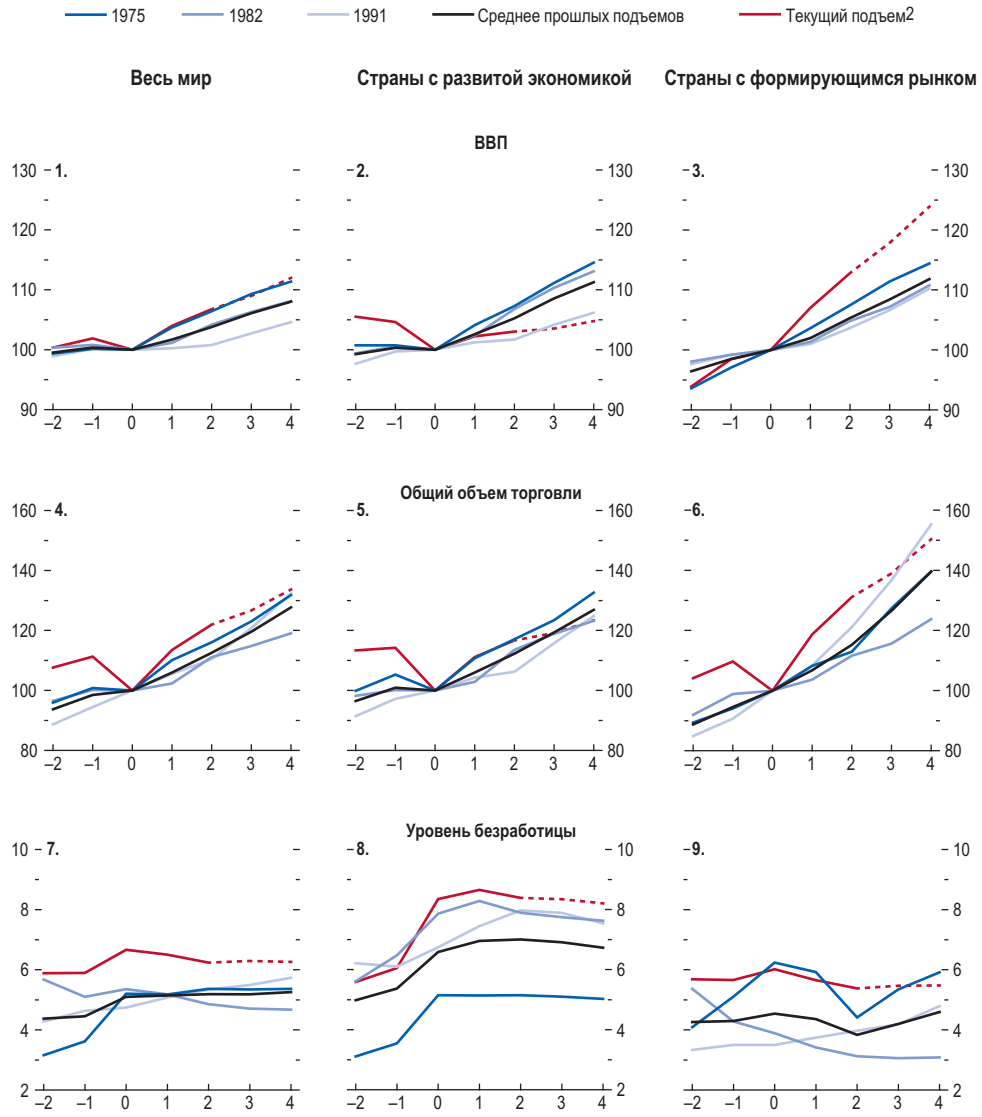
⁶Анализ возможностей политики макроэкономического стимулирования после недавней глобальной рецессии см. Dao and Loungani (2010).

⁷В работе Kose, Otrok, and Prasad (готовится к публикации) приводятся подробные сведения о многих различиях в циклических показателях между развитыми странами и странами с формирующимся рынком в последние годы.

Вставка 1.2 (продолжение)

Рисунок 1.2.1. Динамика мировых подъемов. Отдельные переменные¹

(Годы по оси X; t = 0 в год низшей точки; индекс равен 100 в низшей точке; в реальном выражении, если не указано иное)

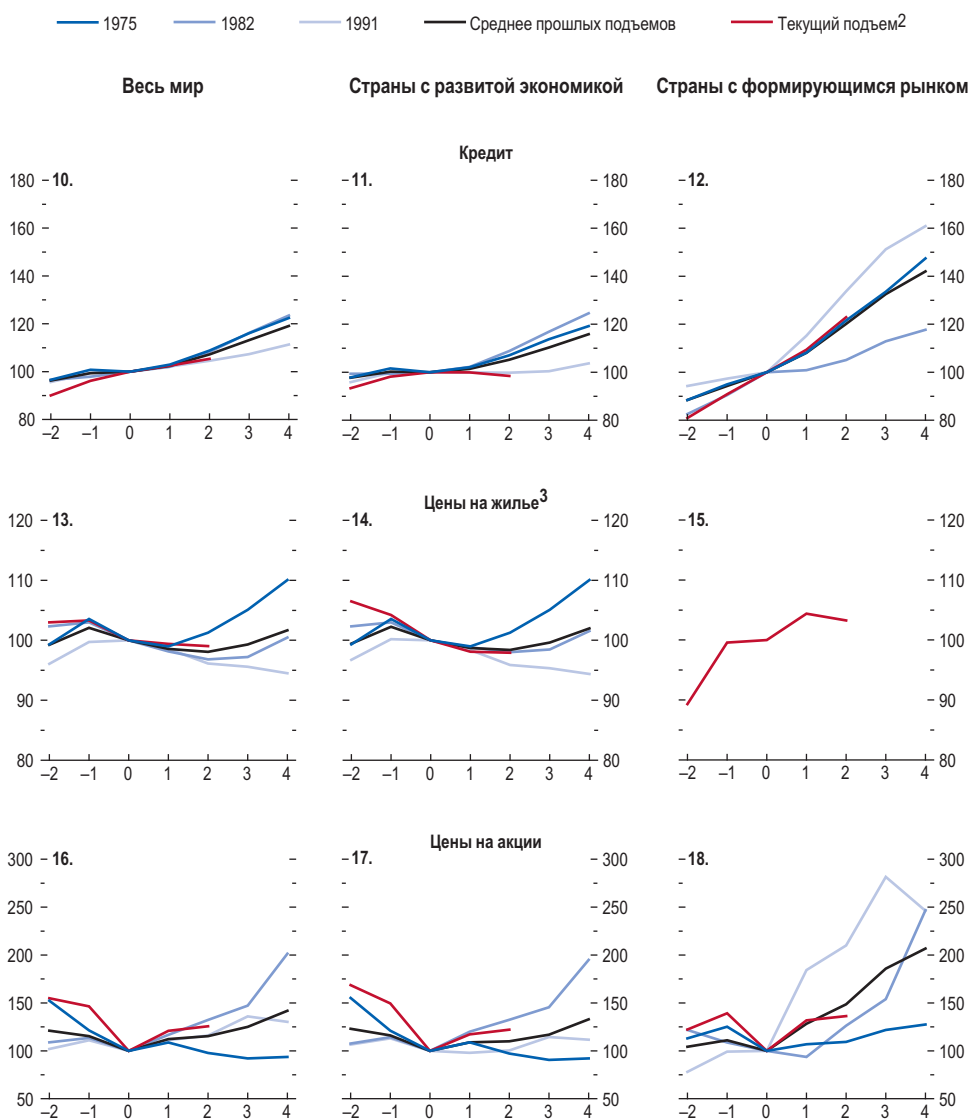


(продолжение рисунка)

Вставка 1.2 (продолжение)

Рисунок 1.2.1. Динамика мировых подъемов. Отдельные переменные¹ (окончание)

(Годы по оси X; t = 0 в год низшей точки; индекс равен 100 в низшей точке; в реальном выражении, если не указано иное)



Источник: оценки персонала МВФ.

¹Агрегаты ВВП представляют собой индексы реального ВВП на душу населения, взвешенные по паритету покупательной способности.

Агрегаты по общему объему торговли представляют собой индексы реального объема торговли, взвешенные по объемам торговли. Агрегаты по уровню безработицы представляют собой показатели безработицы в процентах, взвешенные по численности рабочей силы. Агрегаты по реальному кредиту, реальным ценам на жилье и реальным ценам на акции взвешены по рынкам на основе ВВП в долларах США.

²Пунктирные линии обозначают прогнозы ПРМЭ, если таковые существуют.

³Ряды цен на жилье для предыдущих глобальных подъемов в случае стран с формирующимся рынком отсутствуют.

Вставка 1.2 (продолжение)

показатели стран с формирующимся рынком отчасти объясняются некоторыми структурными улучшениями, например, лучшим регулированием финансовых систем и более прочными макроэкономическими основами, которые позволили им проводить более результативную и эффективную антициклическую политику. Заметными исключениями являются страны Европы с формирующимся рынком, которые пострадали от финансового шока, аналогичного шоку во многих странах с развитой экономикой.

Текущее восстановление в странах с развитой экономикой, напротив, было исключительно слабым, что отчасти отражало последствия мирового финансового кризиса, особенно сохраняющуюся потребность в оздоровлении балансов населения и финансового сектора⁸. В частности, прогноз экономической активности на 2012 год, если он сбудется, означает, что текущее восстановление является самым слабым для стран с развитой экономикой за послевоенную эпоху. В ряде стран с развитой экономикой производство еще не вернулось к уровням, наблюдавшимся до спада, безработица остается намного выше исторических норм, а совокупный прирост потребления и инвестиций — намного меньше.

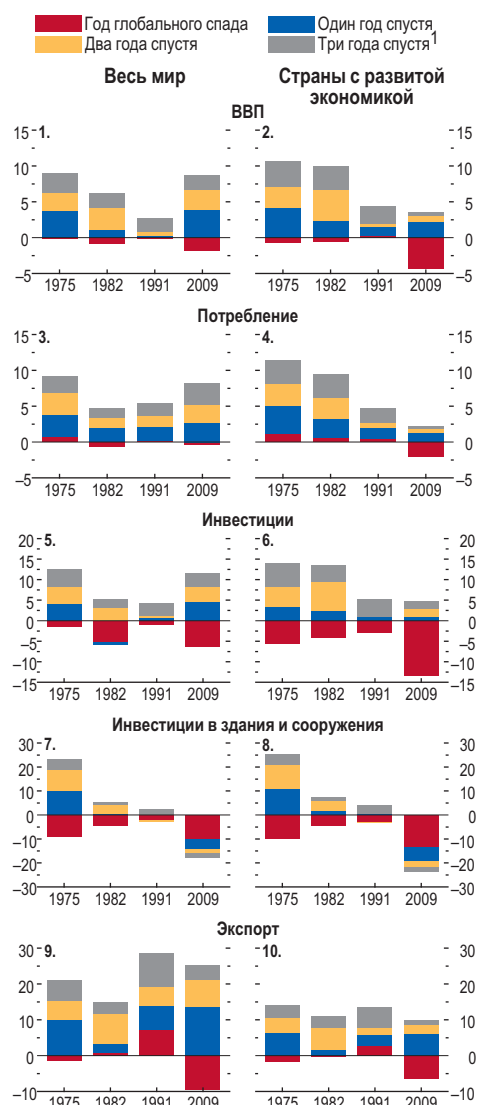
Другой отличительной чертой текущего восстановления является резкое и продолжительное сокращение инвестиций в здания и сооружения в странах с развитой экономикой. Степень сокращения можно объяснить ухудшением кредитного рынка и рынка жилья. Но изменения в этих сегментах рынка до настоящего времени не были значительно хуже, чем после спада 1991 года.

Интересно отметить, что показатели фондовых рынков в среднем были лучше, чем после прошлых спадов. Одно из объяснений заключается в том, что многие нефинансовые предприятия сейчас действуют на глобальном уровне и воспользовались общим повышением глобальной активности, особенно в странах с формирующимся рынком, которые, как отмечалось, быстрее

⁸Во многих отношениях эти результаты прогнозировались. Например, в работе Claessens, Kose, and Terrones (готовится к публикации) приводятся данные, свидетельствующие о том, что подъемы после потрясений на финансовых рынках часто бывают слабее. Авторы этой работы также приходят к выводу о том, что подъемы, связанные с быстрым ростом кредитования и цен на жилье, часто являются более мощными.

Рисунок 1.2.2. Рост во время глобальных спадов и подъемов. Отдельные переменные

(Годовое процентное изменение; в реальном выражении)



Источник: оценки персонала МВФ.

Примечание. Каждый столбик гистограммы представляет процентное изменение соответствующей переменной в годы глобальных спадов и подъемов. Темпы роста всех переменных, кроме экспорта, приводятся на душу населения и взвешены по паритету покупательной способности. Инвестиции в здания и сооружения включают инвестиции как в жилье, так и в другие здания и сооружения. Рост экспорта взвешен по стоимости общего объема торговли в долларах США относительно общего объема торговли данной группы.

¹Цифры на 2012 год (год глобального спада = 2009 год) являются прогнозами.

Вставка 1.2 (окончание)

восстановили свой рост, чем после прошлых общемировых спадов.

Страны с развитой экономикой: повторение опыта начала 1990-х годов?

Несмотря на тот факт, что Великая рецессия была намного более суровой, чем глобальный спад 1991 года, в странах с развитой экономикой фундаментальные причины этих двух эпизодов и динамика активности во время последующих подъемов весьма схожи.

- Этим двум периодам восстановления предшествовали спады, связанные с обвалом на рынках кредита и жилья в ведущих странах с развитой экономикой⁹. В частности, спад 1991 года был связан с нарушениями на кредитных рынках и рынках активов в США и Японии. Аналогичным образом, Великая рецессия была сопряжена с серьезными проблемами на рынках кредита и жилья в США и ряде других стран с развитой экономикой, в том числе Ирландии, Испании и Соединенном Королевстве.
- Оба подъема замедлялись отчасти трудностями в Европе. Предыдущий эпизод восстановления определялся спадами во многих европейских странах в период кризиса механизма валютных курсов (МВК) 1992–1993 годов. Процентные ставки в тот период пришлось повысить для защиты механизма валютных курсов, и несколько стран с развитой экономикой было вынуждено сократить свои крупные бюджетные дефициты. Это подавило экономическую активность и привело к дальнейшему ухудшению на рынках кредита и жилья в регионе. В настоящее время высокие премии за суверенный риск наносят аналогичный или еще больший ущерб бюджетным сальдо и росту. В обоих случаях отсутствие своевременной, действенной и скоординированной стратегии экономической политики усугубило финансовые потрясения.
- Траектории двух периодов восстановления были весьма схожи, поскольку в обоих случаях страны с развитой экономикой пережили низкие темпы роста. Отчасти это было результатом неудовлетворительного роста

⁹Как перед глобальным финансовым кризисом 2008–2009 годов, так и перед кризисом МВК, страны с развитой экономикой испытывали высоко синхронизированные бумы кредитования (Mendoza and Terrones, готовится к публикации).

внутреннего потребления и инвестиций, вызванного последствиями финансового кризиса — оздоровления балансов, слабым ростом кредита и сохраняющимися проблемами на рынках жилья, — и потерей конкурентоспособности в некоторых странах. Оба эпизода также характеризовались устойчиво высокой безработицей¹⁰. Вместе с тем, с учетом глобального спада производства в 2009 году, рост безработицы был более ограниченным. Это особенно справедливо в Европе и вполне может отражать меры политики, предусматривающие более благоприятные для сохранения рабочих мест условия установления зарплаты и большие масштабы придерживания рабочей силы в некоторых из этих стран.

Выводы

Хотя активное оживление мирового производства во время этого глобального подъема сопоставимо с предыдущими эпизодами, расхождение между итогами развитых стран и стран с формирующимся рынком делает текущее восстановление весьма особенным. Страны с формирующимся рынком испытывают быстрое оживление и являются локомотивом мирового роста во время этого подъема. Высокие показатели экономики этих стран могут быть отчасти объяснены их прочными макроэкономическими основами и структурными реформами.

Для стран с развитой экономикой, напротив, текущее восстановление, по прогнозам, будет самым медленным за послевоенную эпоху. Траектория текущего восстановления в странах с развитой экономикой до настоящего времени имела удивительное сходство с подъемом после спада 1991 года. Обоим подъемам препятствовали проблемы на рынке жилья и финансовом рынке в этих странах. Эти проблемы, скорее всего, будут по-прежнему ослаблять процесс восстановления, если директивные органы не примут более решительные меры политики для их преодоления.

¹⁰В работе Loungani (2012) рассматриваются доказательства теории, по которой падение производства через механизмы совокупного спроса объясняет основную часть увеличения безработицы в странах с развитой экономикой. В США избыток предложения на рынке труда, возможно, лучше отражается в постоянном снижении отношения занятых ко всему населению.

Вставка 1.3. В каком направлении движется внешний профицит Китая?

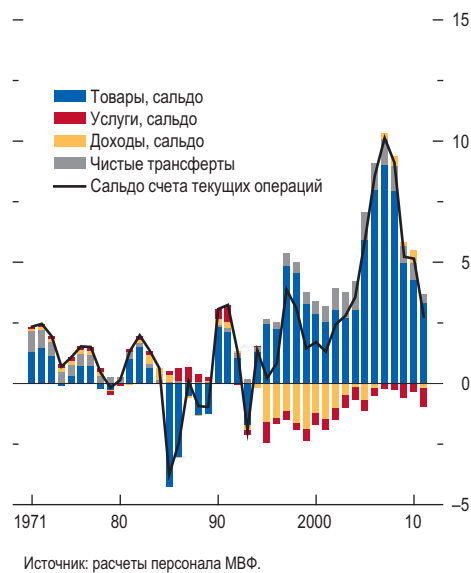
Профицит счета текущих операций Китая снизился с докризисного пика в 10,1 процента ВВП в 2007 году до 2,8 процента ВВП в 2011 году — такое снижение было более резким и долгосрочным, чем ожидалось. Прогнозировать счет текущих операций Китая было сложно уже длительное время, учитывая быстрые структурные изменения в экономике, неопределенность в отношении перспективной динамики условий торговли, предположение «Перспектив развития мировой экономики» о постоянном реальном курсе и волатильность мировой экономики в последние годы. В настоящей вставке анализируются связи между снижением профицита счета текущих операций Китая за последнее время, сдвигами во внутренних расходах, изменениях в мировых ценах и структуре торговли, а также во внутренних издержках и внешней конкурентоспособности. В ней также рассматриваются последствия и прогнозы для внешнего профицита Китая в среднесрочной перспективе.

Основной причиной снижения профицита счета текущих операций является сокращение активного сальдо торговли, хотя этому способствовало также сальдо доходов (рис. 1.3.1). Это снижение происходило в условиях циклически слабого спроса основных торговых партнеров Китая, который в 2008–2011 годы был на 6½ процентного пункта ниже, чем прогнозировалось в начале 2008 года. Спрос был особенно низким в США и зоне евро, на долю которых приходится примерно 40 процентов экспорта Китая.

В то же время все большую роль в поддержании роста стали играть инвестиции (рис. 1.3.2). Первоначально инвестициям способствовали меры стимулирования, которые привели к увеличению государственных расходов на инфраструктуру в ответ на быстро ухудшающееся состояние мировой экономики во время Великой рецессии. Вместе с тем, когда после середины 2009 года меры государственного стимулирования ослабли, произошло значительное увеличение накопления частного капитала, вначале в жилищном строительстве, а позднее, в целях расширения потенциала обрабатывающей промышленности, — часто и в отраслях,

Основными авторами настоящей вставки являются Эшвин Ахуфа, Найджел Чок, Малхар Набар и Папа Н’Диайе. Во вставке используются материалы работы Ahuja et al. (готовится к публикации).

Рисунок 1.3.1. Счет текущих операций Китая и его компоненты, 1971–2011 годы
(В процентах ВВП)



Источник: расчеты персонала МВФ.

выпускающих относительно дорогостоящую продукцию. Эти инвестиции, как выяснилось, имели значительно более высокую импортную составляющую, чем внутреннее потребление, что приводило к снижению сальдо торговли.

Другим фактором снижения профицита счета текущих операций было долгосрочное ухудшение условий торговли Китая¹. Как отмечалось, увеличение инвестиционных расходов имело более высокую импортную составляющую, особенно это касалось биржевых товаров и минерального сырья, для которых мировое предложение является относительно неэластичным и цены на которые повышаются. В то же время экспорт становится все более смещенным в сторону машин и оборудования, для которых мировое предложение является относительно эластичным и относительные цены на которые снижаются.

¹В историческом контексте долгосрочное ухудшение условий торговли не вызывает удивления. Другие страны региона, особенно Япония и новые индустриальные страны Азии, также пострадали от схожих долговременных ухудшений условий торговли, когда они обрели значительную долю экспортного рынка и продвинулись по пути экономического развития.

Вставка 1.3 (продолжение)

Рисунок 1.3.2. Инвестиции в основные фонды в Китае, 2004–2011 годы

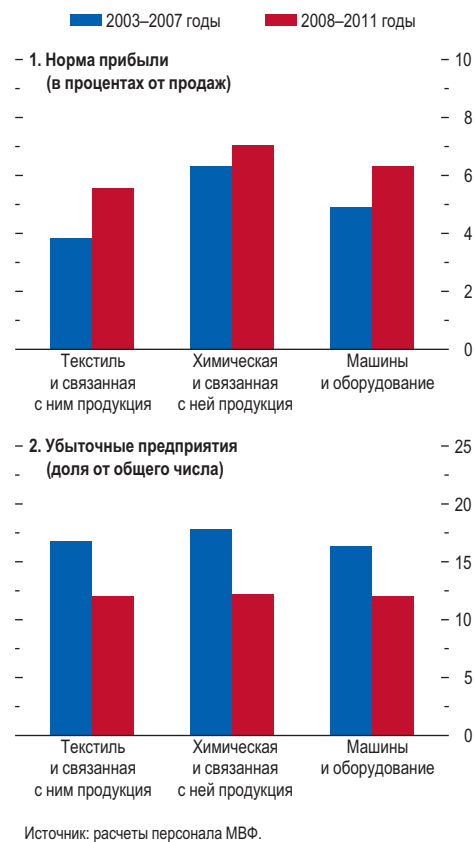
(В процентах, если не указано иное)



Кроме того, в силу размеров его экономики Китай больше не может не влиять на цены на мировых рынках, поэтому его активные инвестиции увеличили давление на цены его экспортных товаров, приводящее к их снижению. В результате, если не считать временного улучшения в 2009 году, условия торговли Китая ухудшились на 10½ процентных пункта больше, чем прогнозировалось в начале 2008 года.

Рост внутренних издержек также указывается в качестве причины снижения активного сальдо торговли. Имеются достоверные неофициальные данные, подтверждающие растущие издержки, официальные данные свидетельствуют о повышении номинальной заработной платы примерно на 15 процентов в год. В то же время курс юаня рос в реальном, взвешенном по объему торговли выражении (14¾ процента с апреля 2008 года по конец 2011 года). Однако пока нет веских доказательств того, что эти растущие

Рисунок 1.3.3. Рентабельность обрабатывающей промышленности Китая, 2003–2011 годы



издержки оказывают большое влияние на конкурентоспособность. Действительно, норма прибыли возрастает, и доля убыточных предприятий по ряду отраслей снижается (рис. 1.3.3). Ряд изменений ограничивает воздействие роста внутренних издержек и способствует повышению производительности, в том числе перевод предприятий из прибрежных провинций во внутренние районы, экономия при увеличении масштаба, связанная с ростом внутреннего рынка, сохраняющаяся низкая стоимость вводимых ресурсов (земля, вода, энергия и капитал).

В какой степени каждый из этих факторов способствовал наблюдаемому снижению профицита счета текущих операций Китая? Ответить на этот вопрос нелегко, так как все факторы взаимосвязаны и испытывают воздействие других изменений.

Вставка 1.3 (продолжение)

Таблица 1.3.1. Оценки вклада в сокращение профицита счета текущих операций Китая, 2007–2011 годы¹
(В процентах ВВП)

	Оценки коэффициентов эластичности торговли ²	Уравнение счета текущих операций в усеченной форме
Факт. 2007 г.	10,1	10,1
Факт. 2011 г. ³	2,8	2,8
Изменение, 2007–2011 годы	-7,3	-7,3
Факторы, способствовавшие сокращению		
Условия торговли	-1,6	-3,6
Внешний спрос	-1,1	-1,4
Инвестиции	-1,8	-2,6
Реальный эффективный валютный курс	-2,1	-1,3
Прочие	-0,8	1,5

Источник: расчеты персонала МВФ.

¹См. работу Ahuja et al. (готовится к публикации).

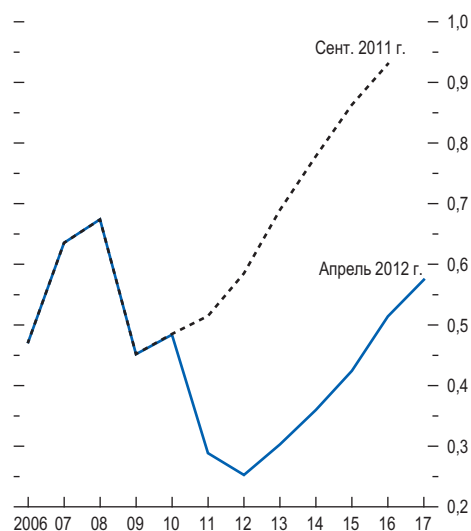
²Коэффициенты эластичности основаны на расчетах по экспорту и импорту товаров и услуг.

³Предварительные данные.

Поэтому их отдельный вклад точно рассчитать сложно. Тем не менее, иллюстративные расчеты персонала МВФ с использованием упрощающих предположений могут пролить некоторый свет на данный вопрос. В расчетах сравниваются фактические изменения с контрфактивным сценарием для четырех ключевых переменных, они основаны на двух различных методах получения соответствующих показателей эластичности². Контрфактивный сценарий предполагает, что рост у торговых партнеров Китая останется на уровне потенциала в 2007–2011 годах, что реальный обменный курс останется постоянным, и что условия торговли и отношение инвестиций к ВВП сохранятся на уровне 2007 года. Расчеты указывают, что ухудшение условий торговли вызвало от одной до двух пятых снижения профицита счета текущих операций за последние четыре года (таблица 1.3.1). На ускорение роста инвестиций приходилось от одной четверти до одной трети снижения, тогда как повышение курса валюты способствовало от одной пятой до одной трети снижения. Рост в странах-партнерах ниже потенциального роста имел несколько меньший эффект. В целом, вывод заключается в том, что

²Вновь см. работу Ahuja et al. (готовится к публикации).

Рисунок 1.3.4. Сальдо счета текущих операций Китая как доля мирового ВВП, 2006–2017 годы
(В процентах номинального мирового ВВП)



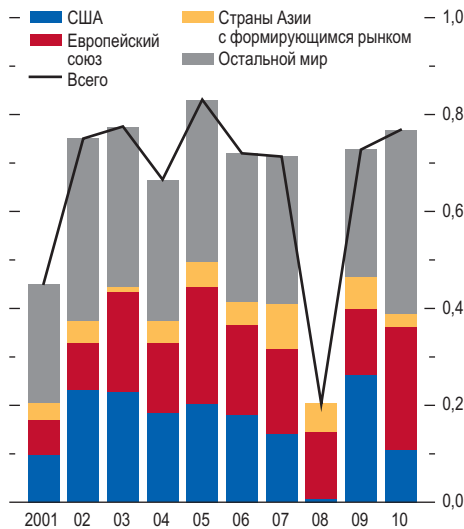
Источник: расчеты персонала МВФ.

растущие внутренние инвестиции, ухудшающиеся условия торговли, снижение внешнего спроса и повышение реального эффективного валютного курса (РЭВК) объясняют значительную долю снижения профицита счета текущих операций в послекризисный период. Вместе с тем, эти расчеты основаны на методе частичного равновесия, поэтому их следует интерпретировать с некоторой осторожностью, отчасти из-за того, что в них не учитываются эффекты обратной связи между различными факторами (такими как взаимосвязями между высокими уровнями инвестиций в Китае и растущими мировыми ценами на биржевые товары).

Прогнозы в настоящем выпуске «Перспектив развития мировой экономики» предусматривают новое увеличение профицита счета текущих операций в Китае (но максимум примерно до 4–4½ процента ВВП к 2017 году), значительно меньший внешний дисбаланс, чем в предыдущих прогнозах. Однако на Китай все еще приходится растущая доля общего профицита глобального счета текущих операций, поскольку его экономика растет (рис. 1.3.4). В этих прогнозах предполагается, что многие из недавних сдвигов, лежащих

Вставка 1.3 (окончание)

Рисунок 1.3.5. Изменение доли Китая на мировом рынке, 2001–2010 годы
(Изменение по сравнению с предыдущим годом; в процентных пунктах)



Источник: расчеты персонала МВФ.
Примечание. Список 27 государств-членов ЕС приводится в таблице С Статистического приложения.

в основе сокращения профицита счета текущих операций, продолжатся. В частности, предполагается, что условия торговли будут устойчиво ухудшаться (на ½ процента в год), коэффициент инвестиций останется примерно на сложившемся уровне, тогда как перебалансирование в сторону потребления наберет обороты. Делается допущение, что Китай также будет увеличивать свою долю мирового рынка теми же средними темпами, что и в прошлое десятилетие. Прогнозы также основаны на обычном предположении ПРМЭ о том, что РЭВК сохранится на уровне, существовавшем во время подготовки текущих прогнозов ПРМЭ. В этих условиях чистый экспорт, скорее всего, увеличится в реальном выражении, когда восстановится мировой спрос, но профицит счета текущих операций вряд ли достигнет уровней, близких к существовавшим до Великой рецессии.

Риски ухудшения прогнозов счета текущих операций являются значительными. Они отчасти привязаны к глобальным прогнозам, а также к неопределенности относительно темпов структурных сдвигов в экономике Китая. Быстрый рост доли Китая на экспортном рынке за последнее десятилетие был результатом различных факторов, которые в основном себя исчерпали, в том числе благоприятное воздействие присоединения ко Всемирной торговой организации, активный рост производительности в обрабатывающей промышленности, крупномасштабное перемещение глобальных производств в Китай, низкие производственные издержки (рис.1.3.5). Продолжающийся рост экспорта будет связан со смещением товарной структуры в сторону более дорогостоящей продукции обрабатывающей промышленности. Этот процесс столкнется с трудностями ввиду медленного восстановления мирового спроса. Кроме того, существующие рынки станут насыщенными, будет меньше возможностей для повышения производительности от передачи технологий, и меньше зарубежных производств будет перемещаться в Китай.

В заключение следует отметить, что снижение внешнего профицита Китая было значительным и способствовало изменяющемуся сочетанию глобальных дисбалансов. Однако эта корректировка была в основном результатом очень высоких уровней инвестиций. Имеющиеся официальные данные о потреблении и сбережении, которые охватывают период до конца 2010 года, еще не указывают на повышение доли внутреннего потребления в ВВП или на снижение доли национальных сбережений. Вместе с тем, в 12-м пятилетнем плане предусмотрена направленность политики на повышение доходов населения, увеличение потребления и расширение сферы услуг. Если проводимые в настоящее время структурные реформы будут осуществлены, Китай будет обладать возможностями для того, чтобы внутреннее потребление, а не инвестиции, стало фактором будущего снижения профицита счета текущих операций. Это, в конечном итоге, будет более долгосрочным преобразованием, которое повысит благосостояние китайского народа и будет оказывать значительное содействие уверенному, устойчивому и сбалансированному росту мировой экономики.

Литература

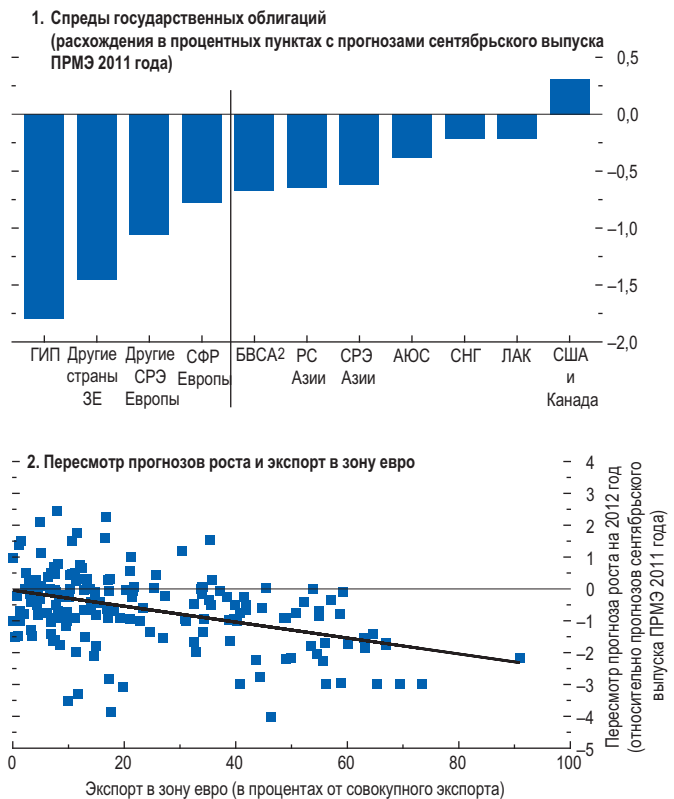
- Acemoglu, Daron, and David Autor, 2011, “Skills, Tasks and Technologies: Implications for Employment and Earnings,” in *Handbook of Labor Economics*, Vol. 4, ed. by Orley Ashenfelter and David E. Card (Amsterdam: Elsevier).
- Acharya, Viral, Lars Lochstoer, and Tarun Ramadorai, 2010, “Limits to Arbitrage and Hedging: Evidence from Commodity Markets” (unpublished; New York: New York University).
- Ahuja, Ashvin, Rudolf Bems, Nigel Andrew Chalk, Malhar Nabar, Papa M'B. P. N'Diaye, and Nathaniel John Porter, forthcoming, “An End to Global Imbalances? A View from China,” IMF Working Paper (Washington: International Monetary Fund).
- Alquist, Ron, Lutz Kilian, and Robert Vigfusson, 2011, “Forecasting the Price of Oil,” Working Paper No. 2011-15 (Ottawa: Bank of Canada).
- Asdrubali, Pierfederico, Bent Sorensen, and Oved Yosha, 1996, “Channels of Interstate Risk Sharing: United States 1963–90,” *Quarterly Journal of Economics*, Vol. 111, pp. 1081–110.
- Atkinson, Tony, Thomas Piketty, and Emmanuel Saez, 2011, “Top Incomes in the Long Run of History,” *Journal of Economic Literature*, Vol. 49, No. 1, pp. 3–71.
- Bai, Jushan, and Serena Ng, 2002, “Determining the Number of Factors in Approximate Factor Models,” *Econometrica*, Vol. 70, No. 1, pp. 191–221.
- , 2007, “Determining the Number of Primitive Shocks in Factor Models,” *Journal of Business and Economic Statistics*, Vol. 25, pp. 52–60.
- Berg, Andrew, and Jonathan Ostry, 2011, “Inequality and Unsustainable Growth: Two Sides of the Same Coin?” IMF Staff Discussion Note No. 11/08 (Washington: International Monetary Fund).
- Bloom, Nicholas, 2009, “The Impact of Uncertainty Shocks,” *Econometrica*, Vol. 77, No. 3, pp. 623–85.
- Claessens, Stijn, M. Ayhan Kose, and Marco E. Terrones, forthcoming, “How do Business and Financial Cycles Interact?” *Journal of International Economics*.
- Coenen, Günter, Christopher J. Erceg, Charles Freedman, Davide Ferreci, Michael Kumhof, René Lalonde, Douglas Laxton, Jesper Lindé, Annabelle Mourougane, Dirk Muir, Susanna Mursula, Carlos de Resende, John Roberts, Werner Roeger, Stephen Snudden, Mathias Trabandt, and Jan in 't Veld, 2012, “Effects of Fiscal Stimulus in Structural Models,” *American Economic Journal*, Vol. 4, No. 1, pp. 22–68.
- Dao, Mai, and Prakash Loungani, 2010, “The Human Cost of Recessions: Assessing It, Reducing It,” IMF Staff Position Note No. 10/17 (Washington: International Monetary Fund).
- Decressin, Jörg, and Douglas Laxton, 2009, “Gauging Risks for Deflation,” IMF Staff Position Note No. 09/01 (Washington: International Monetary Fund).
- Elektdag, Selim, and Prakash Kannan, 2009, “Incorporating Market Information into the Construction of the Fan Chart,” IMF Working Paper No. 09/178 (Washington: International Monetary Fund).
- Etula, Erkki, 2009, “Broker-Dealer Risk Appetite and Commodity Returns,” Staff Report No. 406 (New York: Federal Reserve Bank).
- Harding, Don, and Adrian Pagan, 2002, “Dissecting the Cycle: A Methodological Investigation,” *Journal of Monetary Economics*, Vol. 49, No. 2, pp. 365–81.
- Kose, M. Ayhan, Prakash Loungani, and Marco E. Terrones, 2009, “Out of the Ballpark,” *Finance & Development*, Vol. 46, No. 2, pp. 25–28.
- Kose, M. Ayhan, Christopher Otrok, and Esvar Prasad, forthcoming, “Global Business Cycles: Convergence or Decoupling?” *International Economic Review*.
- Kumar, Manmohan S., 2003, *Deflation: Determinants, Risks, and Policy Options*, IMF Occasional Paper No. 221 (Washington: International Monetary Fund).
- Lee, Jaewoo, Gian Maria Milesi-Ferretti, Jonathan Ostry, Alessandro Prati, and Luca Antonio Ricci, 2008, *Exchange Rate Assessments: CGER Methodologies*, IMF Occasional Paper No. 261 (Washington: International Monetary Fund).
- Loungani, Prakash, 2012, “Unemployment through the Prism of the Great Recession,” *IMF Research Bulletin* (March).
- Mendoza, Enrique, and Marco E. Terrones, forthcoming, “An Anatomy of Credit Booms and Their Demise,” ed. by Carmen Reinhart and Miguel Fuentes, *Capital Mobility and Monetary Policy*.
- Rajan, Raghuram G., 2010, *Fault Lines: How Hidden Fractures Still Threaten the World Economy* (Princeton, New Jersey: Princeton University Press).

В мировой экономике с сентября 2011 года произошли принципиальные изменения. Экономический рост в Европе резко снизился, и многие страны региона находятся сейчас в состоянии спада или близки к нему. На Ближнем Востоке и в Северной Африке (БВСА) распространились народные волнения, что дополнительно ухудшило экономические перспективы региона, даже учитывая восстановительные работы в некоторых странах после предыдущих конфликтов. Однако в других регионах ситуация развивалась более позитивно. По США поступает целый поток обнадеживающих экономических новостей, повысился рост, уменьшилась безработица. Азия хорошо перенесла глобальный спад, и в регионе ожидается благополучная нормализация ситуации. Латинская Америка показала устойчивость к широким колебаниям в степени неприятия риска, обусловленным событиями последних месяцев в Европе. И наконец, Африка к югу от Сахары (АЮС) продемонстрировала удивительную устойчивость по отношению к спаду в Европе, что отражает идущую переориентацию ее экономических связей в пользу Азии.

Хотя перспективы роста в значительной части мира были пересмотрены в сторону понижения по сравнению с сентябрьским выпуском «Перспектив развития мировой экономики» 2011 года, во второй половине 2012 года ожидается их улучшение благодаря целому комплексу мер политики, проведенных в странах с развитой экономикой и странах с формирующимся рынком. Это изменение ситуации отражено на рис. 2.1, где показан пересмотр прогнозов роста на 2012 год по сравнению с приведенными в сентябрьском выпуске «Перспектив развития мировой экономики» 2011 года. В большинстве случаев пересмотр производился в сторону понижения, но в различной степени. И эти пересмотры частично отражают негативные внешние эффекты ухудшения экономических перспектив в Европе: диаграмма показывает, что в странах, имеющих наиболее сильные торговые связи с Европой, как правило, отмечался самый значительный пересмотр прогнозов роста в сторону понижения. Эта тема вторичных эффектов будет далее рассматриваться в различных частях настоящей главы. Чтобы представить общий контекст обсуждения вторичных эффектов, на

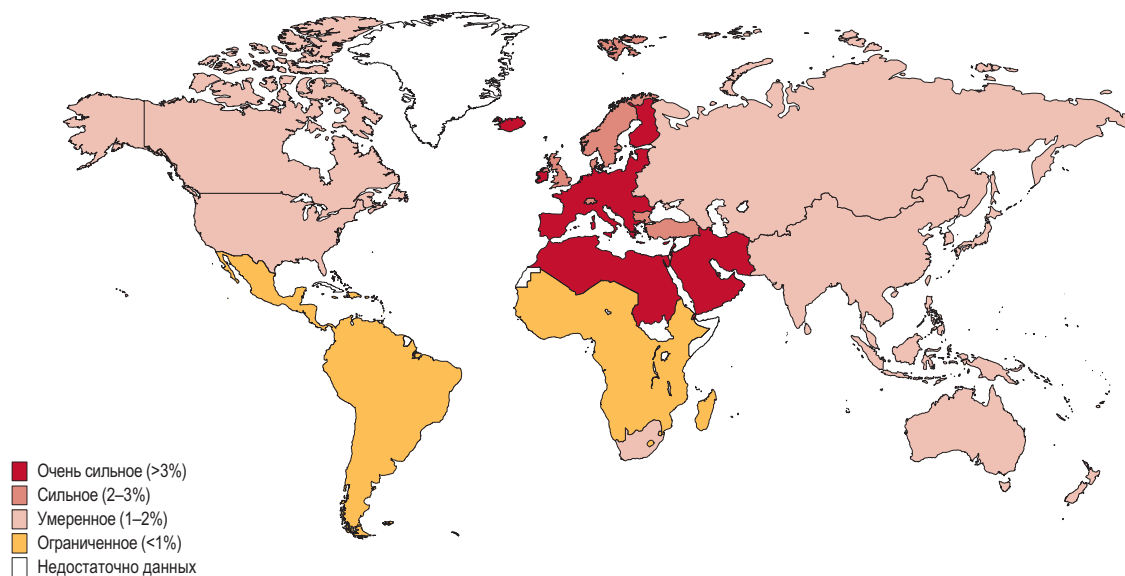
Рисунок 2.1. Пересмотр прогнозов роста ПРМЭ на 2012 год и торговые связи с Европой¹

В большинстве случаев пересмотр произведен в сторону понижения, но в различной степени. И эти пересмотры частично отражают негативные внешние эффекты ухудшения экономических перспектив в Европе: в странах, имеющих наиболее сильные торговые связи с Европой, как правило, отмечался самый значительный пересмотр прогнозов роста в сторону понижения.



Источники: МВФ, «Статистика географической структуры торговли», оценки персонала МВФ.
¹СРЭ Азии: страны Азии с развитой экономикой; СНГ: Содружество Независимых Государств; РС Азии: развивающиеся страны Азии; СФР Европы: страны Европы с формирующимся рынком; ГИП: Греция, Ирландия, Португалия; ЛАК: Латинская Америка и Карибский бассейн; БВСА: Ближний Восток и Северная Африка; другие СРЭ (страны с развитой экономикой) Европы: Дания, Исландия, Норвегия, Соединенное Королевство, Чешская Республика, Швейцария, Швеция; другие страны ЗЕ (зоны евро): Австрия, Бельгия, Германия, Испания, Италия, Кипр, Люксембург, Мальта, Нидерланды, Словацкая Республика, Словения, Финляндия, Франция и Эстония; АЮС: Африка к югу от Сахары.
²Исключая Ливию и Сирийскую Арабскую Республику. Исключая Южный Судан после 9 июля 2011 года.

Рисунок 2.2. Влияние усиления кризиса в зоне евро на различные регионы
(Пиковое отклонение объема производства от базисного сценария ПРМЭ)



Источник: оценки персонала МВФ.

Примечание. Пиковое отклонение объема производства от базисного сценария ПРМЭ в рамках первого негативного сценария описано в главе 1 (увеличение банковского и суверенного стресса в зоне евро). Имитационные расчеты проведены с помощью Модели глобальной экономики МВФ, представляющей собой модель с шестью регионами (дополняемую вспомогательными моделями), в которой в явной форме не моделируются показатели для отдельных стран (кроме США и Японии).

рис. 2.2 показано среднее влияние кризисного сценария в зоне евро, описанного в главе 1, на каждый из регионов, рассматриваемых в настоящей главе. Этот сценарий моделирует вероятные последствия усиления кризиса в зоне евро, а именно: резкое падение склонности к риску, цен на активы и на биржевые товары и мирового спроса. Хотя очевидно, что это касается в наибольшей степени Европы, характеристики вторичных эффектов являются неоднозначными, и свою роль здесь играют и прочность торговых связей, и масштабы связей через финансовый рынок, и величина открытых позиций по отношению к банкам зоны евро. Эти отдельные каналы и то, какую значимость они имеют для тех или иных регионов, более подробно рассматривается в последующих разделах настоящей главы.

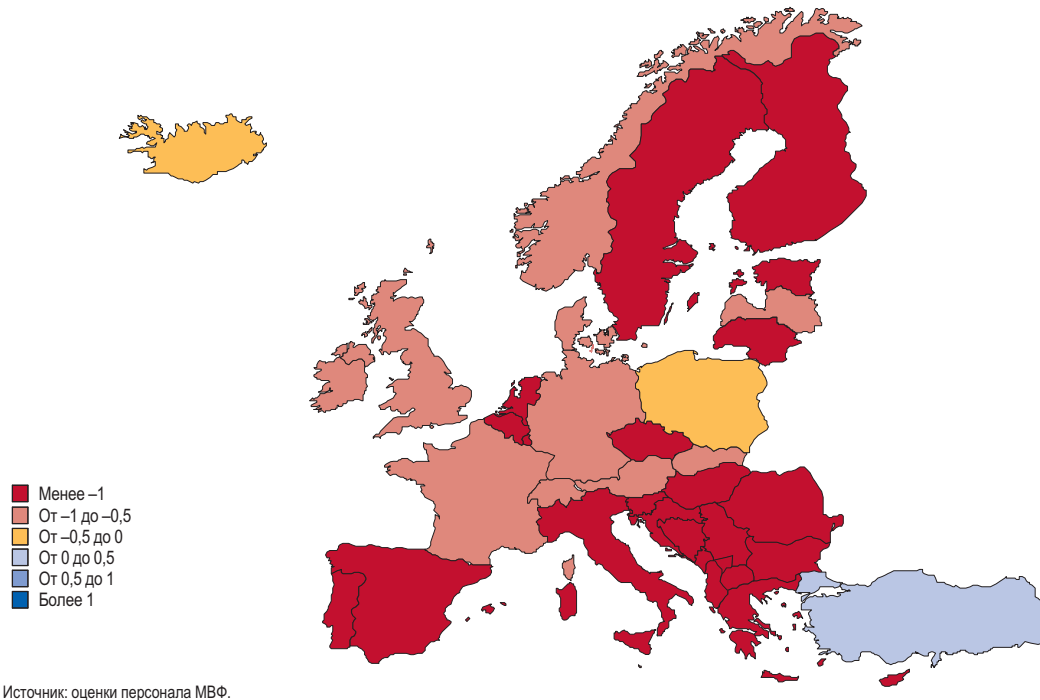
Глава начинается с подробного обсуждения перспектив Европы, в том числе внутрирегиональных вторичных эффектов, которые создают события на периферии для центральной части зоны евро, а также создаваемых развитием ситуации зоне евро для остальной Европы. В последующих разделах обсуждаются перспективы США и Канады, Азии, Латинской Америки и Карибского бассейна (ЛАК), Содружества Независимых Государств (СНГ), Ближнего Востока и Северной Африки, а также Африки к югу от Сахары.

Европа: кризис, спад и цепная реакция

В последнем квартале 2011 года возобновились опасения относительно дальнейшего усиления и распространения кризиса в зоне евро, что привело к очередному всплеску неопределенности и расширению спредов по риску. Следствием этого стало неожиданно резкое замедление темпов роста в зоне евро с распространением вторичных эффектов на остальную Европу и другие регионы мира. Европейский центральный банк (ЕЦБ) смягчил давление, создававшееся напряженностью в сфере финансирования в банковском секторе, за счет более долгосрочных рефинансирований (ДСОР). Эти меры, в сочетании с действиями по укреплению бюджетного пакта, структурными реформами и бюджетной консолидацией, позволили стабилизировать рыночные настроения и уменьшить неопределенность. Недавнее решение об укреплении защитного механизма Европы придает этим мерам дополнительную силу. Базисный прогноз предполагает постепенный поворот к подъему в течение 2012–2013 годов. При этом пока не решены фундаментальные проблемы, вероятность нового усиления кризиса остается основным фактором риска для темпов роста и стабильности финансового сектора.

Рисунок 2.3. Европа: пересмотр прогнозов роста ВВП на 2012 год

(Изменение в процентных пунктах по сравнению с прогнозами сентябрьского выпуска ПРМЭ 2011 года)



Реальная экономическая активность в Европе снизилась в течение четвертого квартала 2011 года больше, чем ожидалось, и во многих странах сократился объем производства. По этой причине пересмотр прогнозов роста на 2012 год относительно сентябрьского выпуска «Перспектив развития мировой экономики» 2011 года в большинстве случаев оказался более значительным для Европы, чем для других регионов (рис. 2.1 и 2.3).

Неожиданно сильный спад в значительной мере объяснялся увеличением ощущаемых рисков относительно перспектив роста, конкурентоспособности и платежеспособности суверенных заемщиков в периферийных странах Европы и в Италии, оказавшихся под ударом кризиса. Основную роль в передаче этого шока по всему региону сыграл банковский сектор. Поскольку банки имели авуары в государственных облигациях, повышение ощущаемых рисков суверенных заемщиков спровоцировало возобновление напряженности с финансированием и вызвало повышение доходности и премий за риск. Вследствие этого во второй половине 2011 года ускорился процесс балансового сокращения заемных средств, что подробно описано ниже, в специальном разделе настоящей главы, посвященном вторичным эффектам. По существу, этот процесс оказался аналогичным шоку предложения

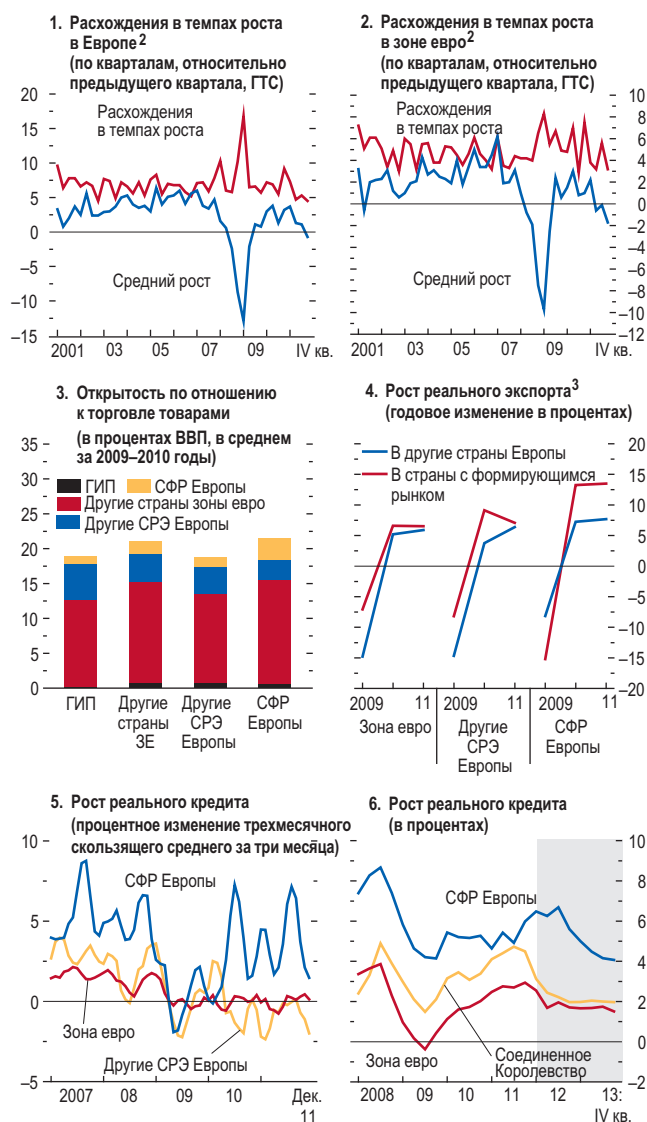
банковского кредита, внося свой вклад в снижение темпов роста или прямое сокращение кредита частному сектору. Связь между сокращением заемных средств банками и ростом кредита в зоне евро имела существенный международный аспект, особенно в случае Восточной Европы (вставка 2.1).

То, насколько эти общие тенденции привели к снижению темпов роста в отдельных странах Европы, определяется как их подверженностью влиянию кризисной ситуации и фундаментальных потрясений, так и их исходными условиями, особенно в том, что касается состояния государственных финансов и уязвимости финансового сектора. Среди стран, входящих в зону евро, расхождения в темпах роста сейчас значительнее, чем во время подъема 2003–2008 годов (рис. 2.4). Греция, Ирландия и Португалия остаются в эпицентре кризиса. Его усиление осенью особенно сильно сказалось на Италии, где в четвертом квартале заметно снизилась экономическая активность, и в меньшей степени — на Испании. В других странах Европы, входящих и не входящих в зону евро, произошло ослабление экономической активности, дошедшее до состояния умеренного спада или остановившееся на его пороге.

Ситуация стабилизировалась с начала января, когда улучшились настроения на финансовом

Рисунок 2.4. Европа: возобновление спада¹

В Европе снова начался спад, ставший результатом возобновившегося в конце 2011 года роста ощущаемых рисков кризиса в зоне евро. Сводные показатели скрывают расхождения в показателях роста в регионе, где у подверженных кризису стран зоны евро прогнозируется резкий спад. Сильные региональные торговые и финансовые связи также ведут к ухудшению перспектив для остальных стран Европы. Ситуация в сфере кредита является слабой, и может произойти дальнейшее ужесточение условий. Во всем регионе ожидается отступление инфляции в условиях сохраняющейся слабости внутреннего спроса.



Источники: МВФ, «Статистика географической структуры торговли», МВФ, «Международная финансовая статистика» (МФС) и оценки персонала МВФ.

¹ ГИП: Греция, Ирландия, Португалия. Другие СРЭ (страны с развитой экономикой) Европы: Дания, Исландия, Норвегия, Соединенное Королевство, Чешская Республика, Швейцария, Швеция. СФР Европы (страны Европы с формирующимся рынком): Албания, Болгария, Босния и Герцеговина, Венгрия, Косово, Латвия, Литва, бывшая югославская республика Македония, Польша, Румыния, Сербия, Турция, Хорватия и Черногория.

² Расхождения в темпах роста представляют собой рост в 85 процентиле минус рост в 15 процентиле. ГТС — годовые темпы с учетом сезонных факторов.

³ Номинальная стоимость торговли дефлирована с использованием дефляторов мировых экспортных цен из базы данных МФС. Состав «других стран Европы» различается по каждой экспортной группе и в них входят все европейские страны, не относящиеся к соответствующей экспортной группе. Рост экспорта за 2011 год рассчитан как годовой рост за период с ноября 2010 года по ноябрь 2011 года.

рынке и для экономической активности возникли обнадеживающие сигналы. На рынках облигаций, за исключением кризисных стран, произошло снижение спредов доходности по суверенным инструментам относительно немецких федеральных облигаций с недавно достигнутых пиковых уровней. Это улучшение ситуации является следствием успешного проведения ЕЦБ трехлетних ДСОП в середине декабря, благодаря которым снизились риски для платежеспособности банков зоны евро, вызывавшиеся проблемами ликвидности, а также положительно сказались реформы, новые меры консолидации и повышение деловой активности в других регионах сверх ожидавшегося, особенно в США.

Ближайшие перспективы и риски в случае Европы в значительной мере зависят от направления событий в зоне евро. Базисные прогнозы «Перспектив развития мировой экономики» (ПРМЭ) исходят из того, что директивные органы добьются успехов в сдерживании кризиса суверенного долга за счет продолжения мер кризисного управления и дальнейшего продвижения в его урегулировании. После недавних улучшений ситуации ожидается нормализации изменчивости и доходности по суверенным инструментам, хотя в некоторых случаях проведение более значительной бюджетной консолидации будет оказывать подавляющее влияние на рост.

В этом базисном сценарии ожидается, что на протяжении 2012 года в Европе будет происходить укрепление экономического роста. Годовой рост составит в 2012 году ¼ процента, то есть будет заметно слабее, чем в 2011 году (2 процента), что в значительной мере объясняется переносом негативных последствий второй половины 2011 года. В базисном сценарии ожидается сужение расхождений в показателях роста между странами Европы, хотя перспективы на 2012–2013 годы по-прежнему существенно различаются (таблица 2.1).

• В зоне евро прогнозируется сокращение реального ВВП годовыми темпами в ½ процента в течение первой половины 2012 года и впоследствии — начало его восстановления. Ожидается, что во многих странах спад будет неглубоким и кратковременным, доверие и финансовая ситуация уже улучшились, и, вероятно, произойдет укрепление внешнего спроса со стороны других регионов. И наоборот, в Греции и Португалии, где продолжается проведение преобразований в рамках совместной программы ЕС/МВФ, и в Италии и Испании, где спреды доходности остаются на высоком уровне, несмотря на интенсивные бюджетные меры, спад будет более глубоким, и начало подъема ожидается только в 2013 году.

Таблица 2.1. Отдельные страны Европы: реальный ВВП, потребительские цены, сальдо счета текущих операций и безработица*(Годовые изменения в процентах, если не указано иное)*

	Реальный ВВП			Потребительские цены ¹			Сальдо счета текущих операций ²			Безработица ³		
	Прогнозы			Прогнозы			Прогнозы			Прогнозы		
	2011	2012	2013	2011	2012	2013	2011	2012	2013	2011	2012	2013
Европа	2,0	0,2	1,4	3,2	2,7	2,2	0,5	0,6	0,8	...	...	...
Страны Европы с развитой экономикой	1,4	-0,1	1,1	2,8	2,1	1,7	1,1	1,3	1,5	9,4	10,0	9,9
Зона евро ^{4,5}	1,4	-0,3	0,9	2,7	2,0	1,6	-0,3	0,7	1,0	10,1	10,9	10,8
Германия	3,1	0,6	1,5	2,5	1,9	1,8	5,7	5,2	4,9	6,0	5,6	5,5
Франция	1,7	0,5	1,0	2,3	2,0	1,6	-2,2	-1,9	-1,5	9,7	9,9	10,1
Италия	0,4	-1,9	-0,3	2,9	2,5	1,8	-3,2	-2,2	-1,5	8,4	9,5	9,7
Испания	0,7	-1,8	0,1	3,1	1,9	1,6	-3,7	-2,1	-1,7	21,6	24,2	23,9
Нидерланды	1,3	-0,5	0,8	2,5	1,8	1,8	7,5	8,2	7,8	4,5	5,5	5,5
Бельгия	1,9	0,0	0,8	3,5	2,4	1,9	-0,1	-0,3	0,4	7,2	8,0	8,3
Австрия	3,1	0,9	1,8	3,6	2,2	1,9	1,2	1,4	1,4	4,2	4,4	4,3
Греция	-6,9	-4,7	0,0	3,1	-0,5	-0,3	-9,7	-7,4	-6,6	17,3	19,4	19,4
Португалия	-1,5	-3,3	0,3	3,6	3,2	1,4	-6,4	-4,2	-3,5	12,7	14,4	14,0
Финляндия	2,9	0,6	1,8	3,3	2,9	2,1	-0,7	-1,0	-0,3	7,8	7,7	7,8
Ирландия	0,7	0,5	2,0	1,1	1,7	1,2	0,1	1,0	1,7	14,4	14,5	13,8
Словацкая Республика	3,3	2,4	3,1	4,1	3,8	2,3	0,1	-0,4	-0,4	13,4	13,8	13,6
Словения	-0,2	-1,0	1,4	1,8	2,2	1,8	-1,1	0,0	-0,3	8,1	8,7	8,9
Люксембург	1,0	-0,2	1,9	3,4	2,3	1,6	6,9	5,7	5,6	6,0	6,0	6,0
Эстония	7,6	2,0	3,6	5,1	3,9	2,6	3,2	0,9	-0,3	12,5	11,3	10,0
Кипр	0,5	-1,2	0,8	3,5	2,8	2,2	-8,5	-6,2	-6,3	7,8	9,5	9,6
Мальта	2,1	1,2	2,0	2,4	2,0	1,9	-3,2	-3,0	-2,9	6,4	6,6	6,5
Соединенное Королевство ⁵	0,7	0,8	2,0	4,5	2,4	2,0	-1,9	-1,7	-1,1	8,0	8,3	8,2
Швеция	4,0	0,9	2,3	1,4	2,5	2,0	6,7	3,0	2,9	7,5	7,5	7,7
Швейцария	1,9	0,8	1,7	0,2	-0,5	0,5	14,0	12,1	11,6	3,1	3,4	3,6
Чешская Республика	1,7	0,1	2,1	1,9	3,5	1,9	-2,9	-2,1	-1,9	6,7	7,0	7,4
Норвегия	1,7	1,8	2,0	1,3	1,5	2,0	14,6	14,8	13,7	3,3	3,6	3,5
Дания	1,0	0,5	1,2	2,8	2,6	2,2	6,2	4,8	4,5	6,1	5,8	5,5
Исландия	3,1	2,4	2,6	4,0	4,8	3,5	-6,5	-2,8	-1,5	7,4	6,3	6,0
Страны Европы с формирующимся рынком⁶	5,3	1,9	2,9	5,3	6,2	4,5	-6,0	-5,6	-5,5	...	...	...
Турция	8,5	2,3	3,2	6,5	10,6	7,1	-9,9	-8,8	-8,2	9,9	10,3	10,5
Польша	4,3	2,6	3,2	4,3	3,8	2,7	-4,3	-4,5	-4,3	9,6	9,4	9,1
Румыния	2,5	1,5	3,0	5,8	2,9	3,1	-4,2	-4,2	-4,7	7,2	7,2	7,1
Венгрия	1,7	0,0	1,8	3,9	5,2	3,5	1,6	3,3	1,2	11,0	11,5	11,0
Болгария	1,7	0,8	1,5	3,4	2,1	2,3	1,9	2,1	1,6	12,5	12,5	12,0
Сербия	1,8	0,5	3,0	11,2	4,1	4,3	-9,1	-8,6	-7,9	23,7	23,9	23,6
Хорватия	0,0	-0,5	1,0	2,3	2,2	2,4	0,9	0,4	-0,2	13,2	13,5	12,7
Литва	5,9	2,0	2,7	4,1	3,1	2,5	-1,7	-2,0	-2,3	15,5	14,5	13,0
Латвия	5,5	2,0	2,5	4,2	2,6	2,2	-1,2	-1,9	-2,5	15,6	15,5	14,6

¹Изменения потребительских цен показаны в среднем за год. Изменения за период с декабря по декабрь приводятся в таблицах А6 и А7 «Статистического приложения».²В процентах ВВП.³В процентах. Национальные определения безработицы могут быть различными.⁴Позиция по счету текущих операций скорректирована с учетом расхождений в отчетности по операциям внутри зоны евро.⁵На основе гармонизированного индекса потребительских цен Евростата.⁶Также включая Албанию, Боснию и Герцеговину, Косово, бывшую югославскую республику Македонию и Черногорию.

- Прогнозируется, что в течение 2012 года рост в других странах с развитой экономикой в Европе возобновится, главным образом вследствие повышения мирового спроса и укрепления перспектив основных стран зоны евро. Многие из этих стран избежали крупных дисбалансов в период до кризиса, а балансовое давление на домашние хозяйства и органы государственного управления было

менее сильным. Это помогло амортизировать вторичные эффекты кризиса в зоне евро. И наоборот, в Соединенном Королевстве, где мировой кризис нанес тяжелый удар по финансовому сектору, в начале 2012 года рост будет слабым, но затем также ожидается его восстановление.

- Ближайшие перспективы роста в странах Европы с формирующимся рынком будут тесно

связаны с развитием событий в основных странах зоны евро. В рамках базисного сценария значительная часть побочных эффектов спада конца 2011 года в зоне евро уже проявилась, и на протяжении 2012 года ожидается возобновление роста торговли и активности в обрабатывающей промышленности как в зоне евро, так в мире в целом. Однако более жесткие условия финансирования вследствие сокращения доли используемых заемных средств материнскими банковскими компаниями зоны евро, вероятно, будут сдерживать рост кредита.

Инфляция во многих странах во второй половине 2011 года уменьшилась, и ожидается, что она останется весьма сдержанной, учитывая снижение активности и цен на биржевые товары. В тех случаях, когда инфляция либо повысилась, либо осталась выше целевого уровня, причины, как правило, связаны с одновременными факторами, такими как повышение цен на энергоресурсы или увеличение косвенных налогов.

Баланс рисков для ближайших перспектив роста в Европе остается смещенным в сторону понижения. Несмотря на прогресс в укреплении мер кризисного управления в последние месяцы, новое разрастание кризиса в зоне евро остается одним из возможных вариантов развития событий, до тех пор пока не разрешены фундаментальные проблемы. Поскольку большинство стран в регионе тесно связаны с зоной евро, напряжение, передаваемое через тесные торговые и финансовые связи, означает, что возможное расширение кризиса в зоне евро по-прежнему создает самый существенный риск снижения темпов роста относительно прогноза.

Вторичные эффекты, создаваемые зоной евро в других регионах

Если произойдет усиление кризиса в зоне евро, может снова начаться круговое негативное взаимовлияние между повышением напряженности с финансированием в банковской системе, повышением уязвимости государственных финансов и ослаблением совокупного спроса. Имитационные расчеты по модели с параметрами менее благоприятного сценария для зоны евро, описанного в главе 1 и представленного на рис. 2.2, показывают, как может разворачиваться усиление кризиса. Во-первых, совместная динамика финансовых рынков может повыситься до значительно более высоких уровней, таких как отмечались в течение 2008–2009 годов, с повышением доходности и премий за риск. Во-вторых, всплеск неопределенности и глобального неприятия риска может привести

к падению доверия, что немедленно отразится на снижении внутреннего спроса. Кроме того, международная торговля (особенно товарами длительного пользования) может сократиться больше, чем общий объем производства, что содержит потенциал негативного воздействия на страны, ориентированные на экспорт. В-третьих, вероятно, что цены на нефть и другие биржевые товары снизятся, что скажется на регионах, экспортирующих биржевые товары.

Влияние вторичных эффектов также зависит от степени подверженности риску. У многих стран самые сильные связи с Европой — через торговлю. На панели 1 рис. 2.5 показана относительная значимость экспорта в зону евро для каждого региона. Торговые связи являются самыми сильными внутри Европы (как в рамках зоны евро, так и с европейскими странами с развитой экономикой и с формирующимся рынком, не входящими в зону евро). За пределами континента наиболее прочные торговые связи отмечаются с СНГ, после которого следуют страны регионов БВСА и АЮС; они относительно слабы с Азией, Латинской Америкой и США.

Подверженность влиянию через финансовые связи является более ограниченной, если не считать роли, которую играют банки зоны евро и их дочерние компании в Центральной и Восточной Европе (рис. 2.5, панель 2; Специальный раздел о вторичных эффектах; глава 1 апрельского выпуска «Доклада по вопросам глобальной финансовой стабильности» 2012 года). Панель 3 рис. 2.5 показывает, что вторичные эффекты, создаваемые финансовым рынком Европы, были относительно небольшими (на них приходилось менее одной пятой вариации в динамике показателей финансовых рынков в других регионах), и эти вторичные эффекты в общем случае менее значительны, чем создаваемые финансовыми рынками США. Тем не менее, в периоды сильного финансового стресса, такого как после банкротства Lehman Brothers в 2008 году, вторичные эффекты для финансовой сферы могут усиливаться.

Задачи политики

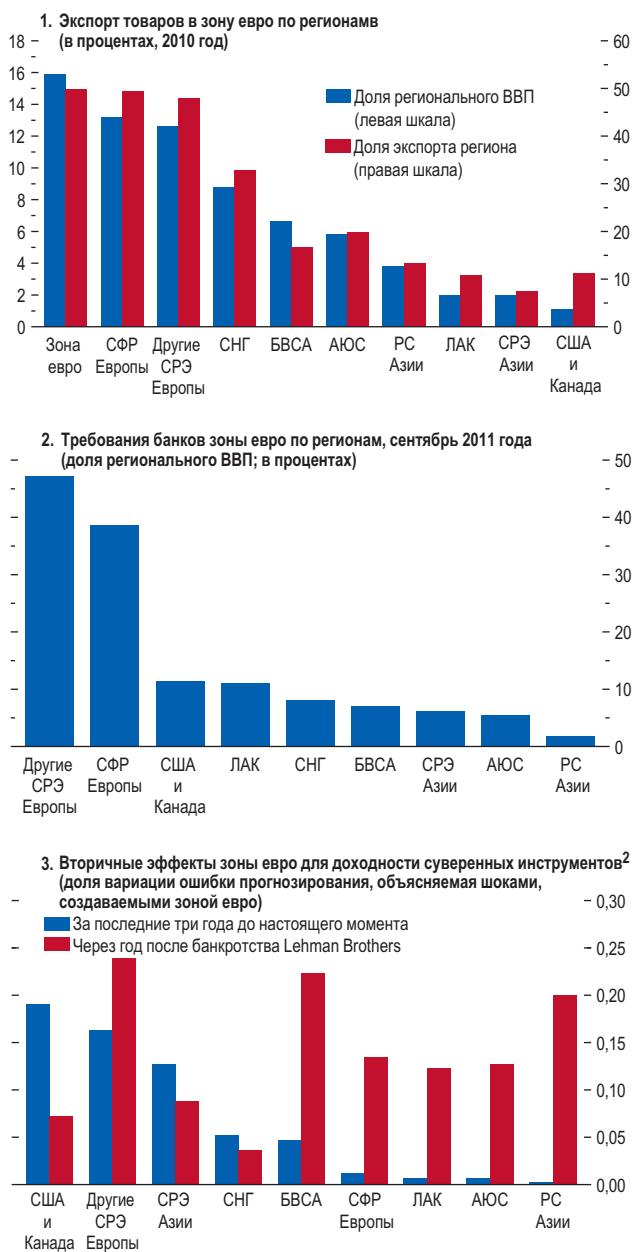
Важнейшим приоритетом политики в Европе является предотвращение дальнейшего усиления кризиса суверенного долга и роста в зоне евро при одновременном продвижении в сторону устранения фундаментальных причин сложившейся ситуации. Для этого требуется изменение политики по целому ряду направлений, как на уровне отдельных стран, так и на уровне всей зоны евро. Большинство стран в регионе нуждается в таком сочетании мер политики, которое бы поддерживало восстановление

экономической активности, одновременно решая проблемы устойчивости государственных финансов и уязвимости финансового сектора.

Очевидным приоритетом является надлежущая бюджетная консолидация. Странам зоны евро, переживающим кризис, и странам с более слабым состоянием государственных финансов (Италия, Словения) необходимо реализовать недавно согласованные планы по ужесточению направленности налогово-бюджетной политики. Новый целевой показатель дефицита в Испании ориентирован на проведение крупной консолидации, что в целом является верным решением, но в нем могли бы более полно учитываться последствия слабых перспектив роста. При этом многим другим странам зоны евро следует допустить свободное действие автоматических стабилизаторов, чтобы не снизилось доверие рынка к перспективам роста вследствие по-прежнему слабой деловой активности и рисков снижения темпов роста относительно прогноза. Странам, обладающим возможностями для бюджетного маневра, то есть имеющим надежное состояние бюджетных счетов и пользующимся доверием рынка, следует рассмотреть возможность замедления темпов бюджетной консолидации и сосредоточить внимание на мерах по повышению среднесрочной устойчивости долга (Германия). В странах с развитой экономикой вне зоны евро рыночное давление, как правило, оставалось слабым, стоимость финансирования суверенных займов — низкой, поэтому нет необходимости сдерживать функционирование автоматических стабилизаторов. Кроме того, некоторые страны с развитой экономикой в Европе приняли верное решение о замедлении темпов структурной бюджетной консолидации. В случае дальнейшего ухудшения экономической ситуации можно рассмотреть возможность дальнейшего замедления темпов консолидации. В странах Европы с формирующимся рынком потребность в проведении бюджетной консолидации широко различается между странами; странам, столкнувшимся в последние месяцы с повышением рыночного давления и ростом доходности, следует продолжать проведение консолидации устойчивыми темпами (Венгрия).

Учитывая широко распространенную необходимость проведения бюджетной консолидации, значительная часть бремени поддержки роста ложится на денежно-кредитную политику. Направленность политики, как правило, должна оставаться адаптивной, учитывая риски снижения темпов роста относительно прогноза и слабую опасность инфляционного давления в ближайшей перспективе. ЕЦБ следует снизить свою директивную ставку, продолжая

Рисунок 2.5. Торговые и финансовые связи с зоной евро¹



Источники: Банк международных расчетов; МВФ, «Статистика географической структуры торговли», расчеты персонала МВФ.

¹ СРЭ Азии: страны Азии с развитой экономикой; СНГ: Содружество Независимых Государств; РС Азии: развивающиеся страны Азии; СФР Европы: страны Европы с формирующимся рынком; ЛАК: Латинская Америка и Карибский бассейн; БВСА: Ближний Восток и Северная Африка; другие СРЭ Европы: Дания, Исландия, Норвегия, Соединенное Королевство, Чешская Республика, Швейцария, Швеция; АЮС: страны Африки к югу от Сахары.

² Индексы вторичных эффектов с использованием методологии, предложенной в работе Diebold and Yilmaz (2012), применяемые к ежедневным изменениям доходности долгосрочных суверенных инструментов для различных регионов.

использование нетрадиционных мер политики для решения проблем с финансированием и ликвидностью банков. Центральные банки во многих других странах Европы с развитой экономикой не имеют или практически не имеют возможности добиться либерализации денежно-кредитных условий с помощью традиционных средств и потому должны поддерживать подъем с помощью нетрадиционных мер. В Соединенном Королевстве, где в условиях более слабого роста и складывающихся цен на биржевые товары ожидается падение инфляции ниже целевого уровня в 2 процента, Банк Англии может провести дальнейшую либерализацию своей денежно-кредитной политики. Во многих странах Европы с формирующимся рынком прогнозируется быстрое снижение инфляционного давления, что даст центральным банкам новые возможности для смягчения условий в денежно-кредитной сфере.

Срочно требуются также структурные реформы для поддержания роста, учитывая, что суверенные риски, находящиеся в центре текущего кризиса, частично связаны с перспективами роста — или их отсутствием. Реформы товарных рынков и рынков труда могут привести к повышению производительности и имеют первостепенную важность в странах с проблемами конкурентоспособности и внутренними или внешними дисбалансами. Результатом проведения этих реформ может стать повышение доверия рынков и устойчивости состояния государственных финансов.

Предупреждение дальнейшего усиления кризиса требует также принятия мер на уровне зоны евро по двум направлениям. Во-первых, требуется прочность механизмов урегулирования кризисов. В этом отношении можно приветствовать недавнее решение объединить Европейский механизм стабилизации (ЕСМ) с Европейским фондом финансовой стабильности (ЕФФС), и вместе с другими недавно проведенными в Европе мерами это укрепит европейский механизм урегулирования кризисов и поддержит усилия МВФ по укреплению глобальной системы защиты. Чтобы ограничить ущерб, наносимый сокращением использования заемных средств, банкам следует повысить уровни капитала, в некоторых случаях за счет прямой государственной поддержки. Есть необходимость в механизме, который работал бы на уровне всей зоны евро и мог бы непосредственно приобретать доли в капитале банков, в том числе в странах, практически не имеющих собственного бюджетного потенциала, чтобы сделать это самостоятельно.

Во-вторых, как подчеркивалось в главе 1, в среднесрочной перспективе директивным органам

требуется срочно устранить структурные недостатки Экономического и валютного союза, способствовавшие разворачиванию кризиса. Это имеет принципиальное значение для необратимого восстановления доверия со стороны рынка. Необходимы прочные механизмы для контроля за проведением ответственных мер налогово-бюджетной политики. Чтобы сделать приемлемой неизбежную потерю свободы в проведении политики на национальном уровне, необходимо добиться более действенного распределения риска между странами, в том числе, например, через расширенный ЕСМ. Другие приоритеты заключаются в достижении дальнейшего прогресса в интеграции финансовых секторов в зоне евро, в том числе за счет международного надзора, а также в работе над механизмами санации и системой страхования депозитов с общей опорой.

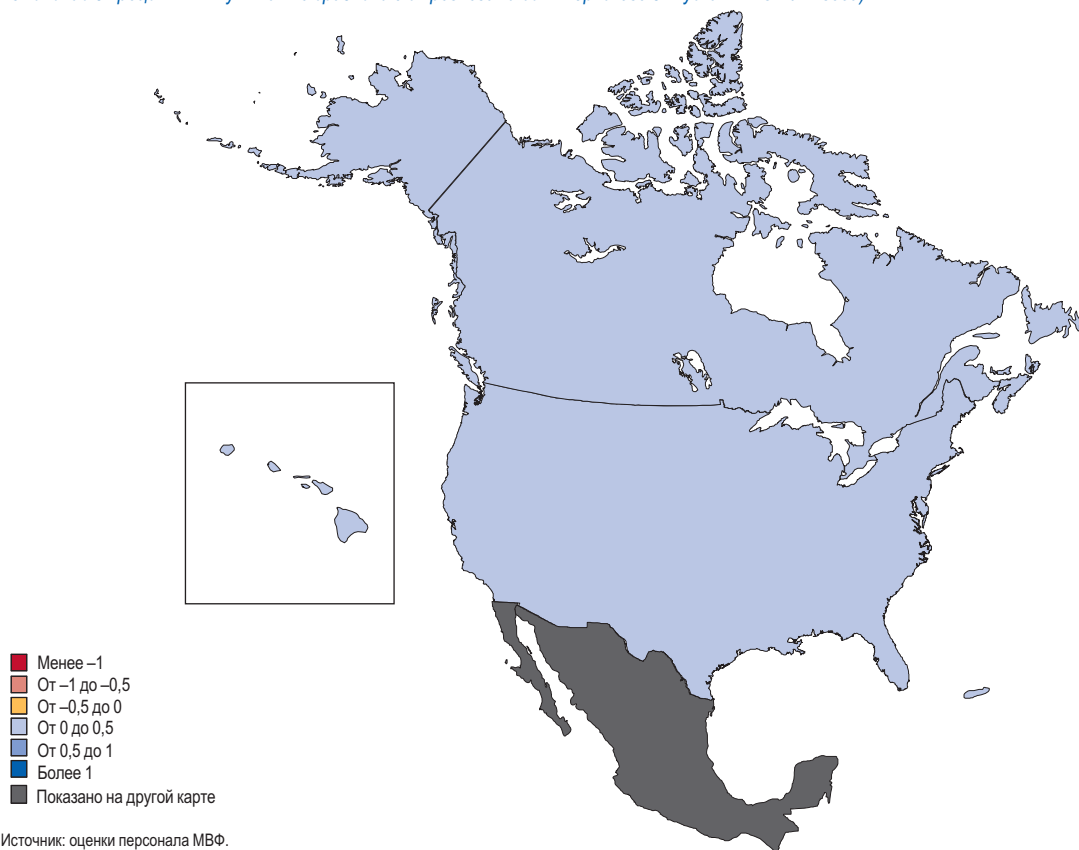
США и Канада: некоторое оживление

В экономике США отмечается некоторое оживление (рис. 2.6), темпы роста в течение 2011 года повышались, и стали заметны признаки подъема на рынке рабочей силы. Риски для прогноза являются более сбалансированными, но по-прежнему остаются смещенными в сторону понижения, учитывая бюджетную неопределенность, слабость жилищного рынка и потенциальные вторичные эффекты со стороны Европы. Смелые меры политики на жилищном рынке могли бы способствовать ускорению подъема. А недавние изменения в информационной стратегии ФРС могут усилить стимулирующее влияние текущего комплекса мер денежно-кредитной политики. Однако сложности с достижением соглашения о продолжении срока действия временных мер политики, таких как введенные президентом Бушем налоговые льготы, и неспособность на сегодняшний день согласовать стратегию среднесрочной бюджетной консолидации могут подорвать доверие рынка и ухудшить результаты для экономики. В Канаде подъем значительно продвинулся, и экономика страны находится в хорошем состоянии, у директивных органов имеется достаточный потенциал, чтобы гибко реагировать на изменения в экономических перспективах, в том числе допуская полное действие автоматических бюджетных стабилизаторов и обращаясь к использованию стимулов, если возникнет угроза ослабления подъема.

Рост в США определялся в 2011 году главным образом внутренними факторами, когда экономика снова вытянула себя из спада за счет собственных сил. Преодолев слабость первых месяцев, экономическая

Рисунок 2.6. США и Канада: пересмотр прогнозов роста на 2012 год

(Изменение в процентных пунктах по сравнению с прогнозами сентябрьского выпуска ПРМЭ 2011 года)



активность в США в течение года укреплялась, и квартальные темпы роста повышались с каждым кварталом (рис. 2.7, панель 1). Инфляция в последнее время была приглушенной, но более высокие цены на нефть могут в ближайшее время вызвать ее повышение. И хотя заметно некоторое увеличение количества рабочих мест, рост заработной платы в реальном выражении в течение последних двух лет был отрицательным и остается слабым (рис. 2.7, панель 3).

Экономический рост в США прогнозируется на уровне 2 процентов в 2012 году и 2½ процента в 2013 году (таблица 2.2), что отражает сохраняющуюся слабость цен на жилую недвижимость, давление в сторону сокращения используемых заемных средств и вялость рынка труда. Хотя недавние показатели рынка труда подают надежды, учитывая падение безработицы до 8¼ процентов в марте, в 2012 и 2013 годах ожидается лишь умеренное повышение занятости. Стойко сохраняющийся разрыв между фактическим и потенциальным объемом производства будет сдерживать инфляцию — общая инфляция снизится

с 3 процентов в 2011 году до примерно 2 процентов в 2012 и 2013 годах. Внешние факторы оказывают относительно ограниченное влияние на перспективы в рамках базисного сценария.

В Канаде, наоборот, рост определяется как внешними, так и внутренними факторами. С внешней стороны на росте будут сказываться мировые цены на биржевые товары и спрос со стороны США; внутренние же факторы, планируемое ужесточение налогово-бюджетной политики и высокий уровень долга домашних хозяйств, создают ограничения. Прогнозируется, что рост несколько снизится с 2½ процента в 2011 году до 2 процентов в 2012 году, отражая снижение цен на биржевые товары, текущее прекращение бюджетного стимулирования и медленное восстановление экономики в США. Вследствие этого ожидается, что к 2013 году инфляция упадет до середины целевого диапазона.

Имеются значительные риски снижения темпов роста относительно прогноза. Вторичные эффекты финансового рынка, создаваемые зоной евро для США и Канады, являются относительно сильными,

Рисунок 2.7. США: добиться собственными силами

Рост в США показал неожиданные результаты, его квартальные темпы повышались в течение всего года. Это проявилось в улучшении показателей рынка труда, хотя заработная плата по-прежнему растет низкими темпами. Перед США стоят крупные и непростые задачи политики, связанные со слабостью рынка жилья, нулевым нижним пределом для ставок денежно-кредитной политики и увеличением государственного долга. Недавние нововведения в процедурах ФРС для информирования общественности могут способствовать смягчению проблем, связанных с нулевым пределом, но требуется проделать еще значительно большую работу по многим направлениям.



Источники: Совет управляющих Федеральной резервной системы, Бюджетное управление Конгресса США (БУК), Haver Analytics и оценки персонала МВФ.

¹ Каждая точка обозначает суждение одного из членов Федерального комитета по операциям на открытом рынке (ФКООР) относительно надлежащего уровня целевой ставки по федеральным фондам на конец определенного временного периода, как оно было зафиксировано на заседании ФКООР 24–25 января 2012 года.

отражая особое положение США как финансового центра и надежного финансового убежища (см. рис. 2.5, панель 3). В то время как недавний всплеск обеспокоенности относительно европейских суверенных долгов привел к бегству в сторону безопасных активов, положительное влияние этого фактора на доходность по государственным облигациям компенсировалось более высокой изменчивостью и другими негативными последствиями для банковских расходов на финансирование, корпоративных облигаций и акций. Обострение ситуации в зоне евро вследствие повышения стресса суверенных обязательств и банковских проблем с легкостью может подорвать уверенность в корпоративном секторе США и тем самым подавляюще сказаться на инвестициях и спросе, снижая перспективы роста. Результаты моделирования (см. рис. 2.2) указывают на то, что при таком сценарии объем производства в США может сократиться на 1½ процента относительно базисного сценария, что составляет примерно 40 процентов от величины соответствующего сокращения в Европе. Одним из наиболее значимых факторов, определяющих масштабы этого вторичного эффекта, является нулевой нижний предел для ставок денежно-кредитной политики.

Несмотря на значимость ситуации в Европе для внешних перспектив, имеются и другие, более насущные проблемы, представляющие внутренние источники риска. В рамках действующего налогового законодательства США многие положения о налогах, в том числе налоговые льготы, введенные при президенте Джордже У. Буше, начинают истекать в 2013 году, одновременно с включением глубоких автоматических сокращений расходов. Такая масштабная корректировка может существенно подорвать экономический подъем. Возникшие уже не первый раз сложности с продлением действия временных мер политики свидетельствуют о том, что эти положения могут, тем не менее, прекратить свое действие. Более того, учитывая продолжительность предвыборного периода и сложившуюся на настоящий момент тупиковую ситуацию в Конгрессе США, очень мало надежды на проведение сколько-либо содержательного сокращения среднесрочного долга до 2013 года. Если темпы роста не оправдают ожиданий, отсутствие стратегии бюджетной консолидации может привести к повышению премии за риск США, что может оказать побочное воздействие на остальные крупнейшие страны. Еще один риск снижения темпов роста относительно прогноза, учитывающая текущие проблемы с разрешением бремени долга домашних хозяйств и устранением проблемы переполнения рынка изъятыми в счет неуплаты долгов

Таблица 2.2. Отдельные страны с развитой экономикой: реальный ВВП, потребительские цены, сальдо счета текущих операций и безработица

(Годовые изменения в процентах, если не указано иное)

	Реальный ВВП			Потребительские цены ¹			Сальдо счета текущих операций ²			Безработица ³		
	Прогнозы			Прогнозы			Прогнозы			Прогнозы		
	2011	2012	2013	2011	2012	2013	2011	2012	2013	2011	2012	2013
Страны с развитой экономикой	1,6	1,4	2,0	2,7	1,9	1,7	-0,2	-0,4	-0,2	7,9	7,9	7,8
США	1,7	2,1	2,4	3,1	2,1	1,9	-3,1	-3,3	-3,1	9,0	8,2	7,9
Зона евро ^{4,5}	1,4	-0,3	0,9	2,7	2,0	1,6	-0,3	0,7	1,0	10,1	10,9	10,8
Япония	-0,7	2,0	1,7	-0,3	0,0	0,0	2,0	2,2	2,7	4,5	4,5	4,4
Соединенное Королевство ¹	0,7	0,8	2,0	4,5	2,4	2,0	-1,9	-1,7	-1,1	8,0	8,3	8,2
Канада	2,5	2,1	2,2	2,9	2,2	2,0	-2,8	-2,7	-2,7	7,5	7,4	7,3
Другие страны с развитой экономикой ⁶	3,2	2,6	3,5	3,0	2,5	2,5	4,9	3,4	3,1	4,5	4,5	4,5
<i>Для справки</i>												
Новые индустриальные страны Азии	4,0	3,4	4,2	3,6	2,9	2,7	6,5	5,9	5,7	3,6	3,5	3,5

¹Изменения потребительских цен показаны в среднем за год. Изменения за период с декабря по декабрь приводятся в таблице А6 «Статистического приложения».

²В процентах ВВП.

³В процентах. Национальные определения безработицы могут быть различными.

⁴На основе гармонизированного индекса потребительских цен Евростата.

⁵Позиция по счёту текущих операций скорректирована с учетом расхождений в отчетности по операциям внутри зоны евро.

⁶Не включая страны Группы семи (Германия, Италия, Канада, Соединенное Королевство, США, Франция и Япония) и страны зоны евро.

домами, заключается в том, что восстановление цен на жилую недвижимость может занять больший срок, чем предполагается в рамках базисного сценария. С другой стороны, если ситуация на рынке рабочей силы будет и далее развиваться лучше, чем прогнозируется, и за счет этого создавать более широкую поддержку потребления, рост может стать более стойким и в конечном счете повыситься.

В Канаде жилищный рынок представляет собой сферу потенциальной уязвимости, учитывая высокие цены на недвижимость и растущий уровень задолженности домашних хозяйств. Сильное побочное влияние США на ситуацию в Канаде означает, что она также подвержена рискам, описанным выше.

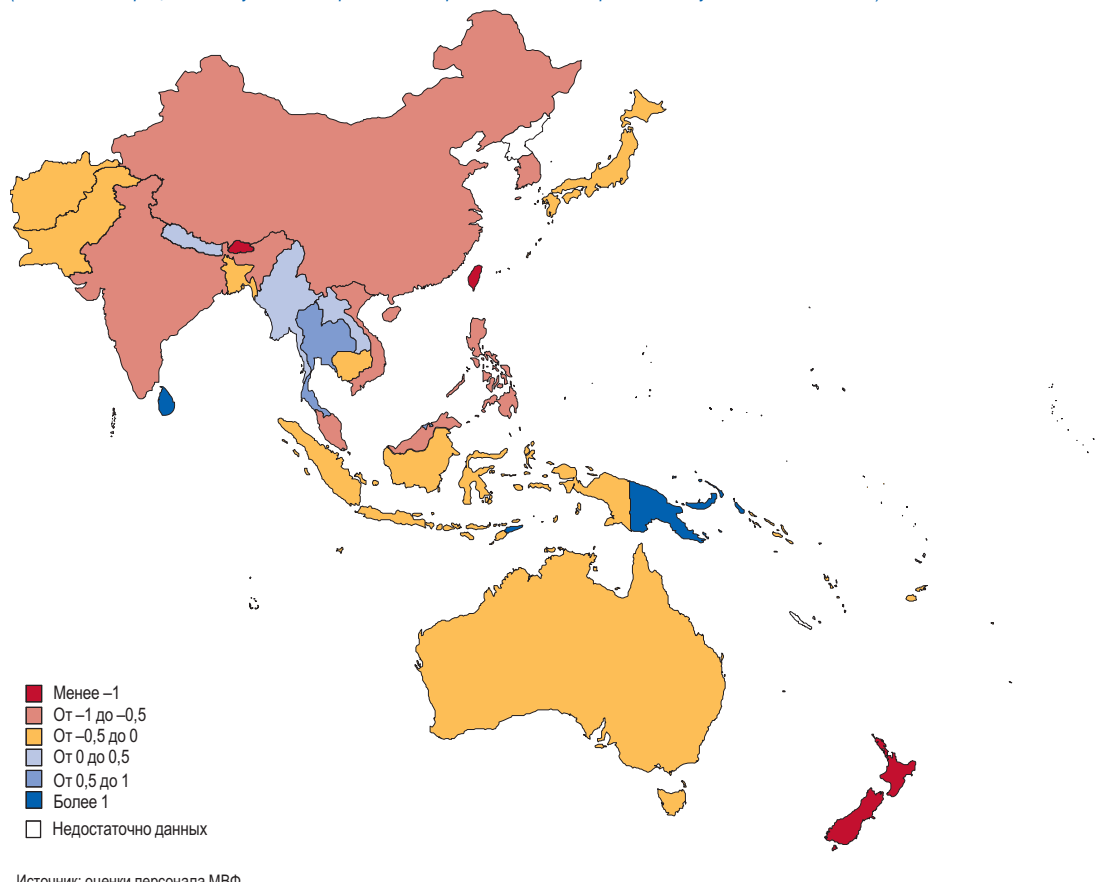
Принимая во внимание перспективы и текущие проблемы в Европе, главный приоритет для властей США заключается в том, чтобы добиться согласования вызывающей доверие программы мер налогово-бюджетной политики, которая обеспечивала бы устойчивость динамики государственного долга в среднесрочной перспективе, и взять обязательства по проведению этой программы. Но учитывая уроки, извлеченные из ситуации в Европе, руководству США в ближайшей перспективе необходимо предпринять усилия для поддержания подъема. Можно только приветствовать недавнее соглашение о продлении срока действия льгот по налогу на фонд оплаты труда и пособий по безработице, но требуется проведение дальнейших мер в направлении среднесрочной консолидации. По оценкам

Бюджетного управления Конгресса США, текущая политика приведет к тому, что к 2020 году федеральный долг в публичном владении увеличится до примерно 90 процентов ВВП, что является чрезмерно высоким бременем (рис. 2.7, панель 6). И наоборот, если допустить отмену всех временных налоговых льгот и мер стимулирования по истечении их срока действия (мера, которая бы существенно подорвала подъем и экономический рост), долг сократится до уровня чуть ниже 65 процентов ВВП.

Еще одним важным приоритетом политики является поддержка жилищного рынка. В недавно выпущенном Советом управляющих ФРС докладе по жилищной сфере (BGFRS, 2012) и в главе 3 настоящего выпуска «Перспектив развития мировой экономики» выделены многочисленные причины, по которым рост сдерживается избытком на рынке домов, конфискованных за неуплату долгов, и наличием большого количества домашних хозяйств с отрицательной чистой стоимостью активов. Можно приветствовать недавно внесенные улучшения в Модифицированную программу обеспечения доступности жилья, но могут возникнуть сложности с ее действенной реализацией, если не будет обеспечено значительное участие в ней со стороны поддерживаемых государством компаний Fannie Mae и Freddie Mac. Принятие предложения администрации в отношении ипотечного рефинансирования было бы шагом в верном направлении, а в главе 3, так же как и в названном докладе

Рисунок 2.8. Азия. Пересмотр прогнозов роста на 2012 год

(Изменение в процентных пунктах по сравнению с прогнозами сентябрьского выпуска ПРМЭ 2011 года)



Совета управляющих ФРС обсуждается целый ряд дополнительных возможностей. Однако, независимо от избранного подхода, смелые меры политики в поддержку жилищного рынка могли бы создать существенный толчок для потребления и общего роста, и их принятие активно рекомендуется.

Недавнее изменение того, как ФРС сообщает общественности о своих решениях и допущениях, лежащих в основе политики, может усилить оказываемую ей поддержку экономики. В частности, в рамках своего двойного мандата ФРС объявила среднесрочный целевой показатель инфляции на уровне 2 процентов и начала публиковать прогнозы ставки интервенции с целью оказать влияние на долгосрочные процентные ставки и лучше закрепить инфляционные ожидания (см. рис. 2.7)¹.

¹Явные прогнозы являются более прозрачными, учитывая, что в прошлом нужно было проводить разбор различных оттенков смысла, вкладываемого, например, в выражения «в течение некоторого времени», «в течение продолжительного срока» и «по крайней мере, до середины 2013 года».

Ей также необходимо проявлять готовность к проведению нетрадиционных мер поддержки, если возникнет угроза, что уровень экономической активности не оправдает надежд, пока инфляционные ожидания остаются на низком уровне.

Состояние бюджета и финансов в Канаде является более прочным, чем в США. Идущее ужесточение налогово-бюджетной политики должно продолжаться, но при этом у страны есть возможности для политического маневра, чтобы замедлить темпы этого ужесточения, если материализуются риски снижения темпов роста относительно прогноза.

Азия: темпы роста становятся более умеренными

Значительно более низкий внешний спрос ослабил перспективы Азии (рис. 2.8). Однако стойкий внутренний спрос в Китае ограничил вторичные эффекты для финансовой сферы, а сохраняющиеся возможности для либерализации политики и наличие

у банков Азии потенциала для того, чтобы вмешаться в ситуацию по мере сокращения заемных средств европейскими банками, указывают на вероятность дальнейшей нормализации положения без заметных проблем.

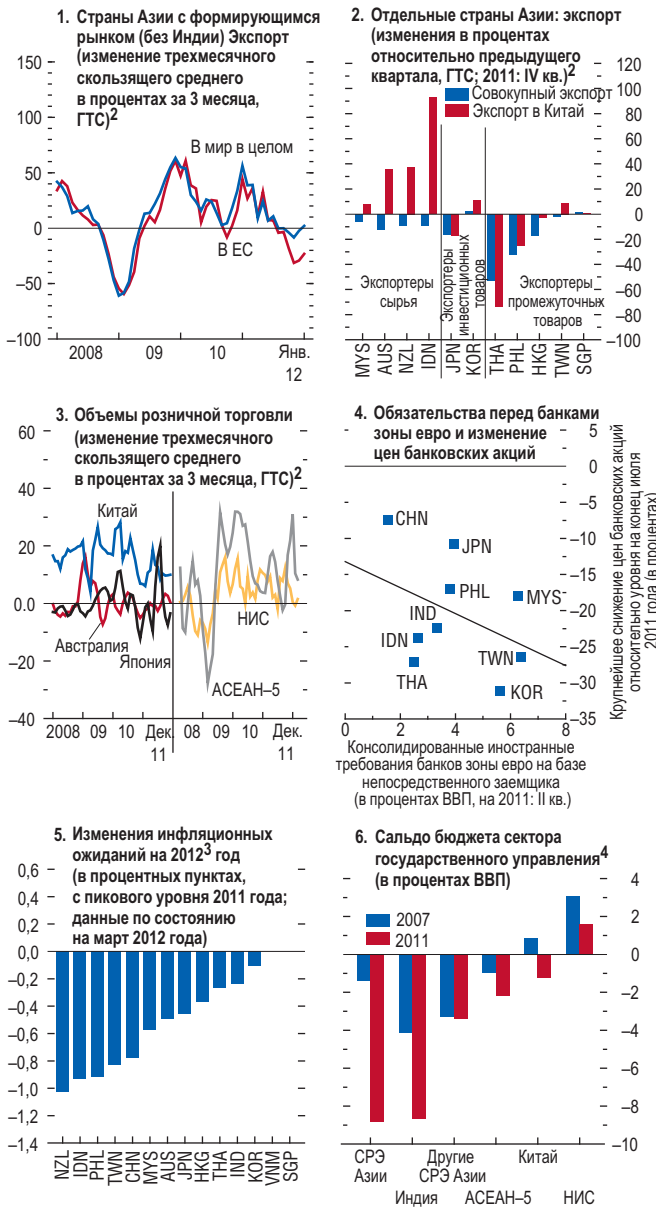
В течение последнего квартала 2011 года экономическая активность во всей Азии снизилась, что стало отражением как внешних, так и внутренних обстоятельств. Последствия вторичных эффектов, создаваемых Европой, проявляются в слабости экспорта Азии в этот регион (рис. 2.9, панель 1). В некоторых странах, таких как Индия, свой вклад в экономический спад внесли и внутренние факторы, когда ухудшение деловых настроений вело к ослаблению инвестиций, а ужесточение политики вызывало рост стоимости заемных средств. Беспрецедентные наводнения в Таиланде привели к существенному снижению роста в этой стране в последнем квартале года, вследствие чего за 2011 год в целом рост оказался меньше на 2 процентных пункта, и вызвали негативные вторичные эффекты в других странах (например, в Японии). Однако в некоторых других странах Азии активный внутренний спрос помог компенсировать сдерживающее влияние на рост со стороны ослабления экспорта. Инвестиции и частное потребление в Китае оставались на высоком уровне и поддерживались надежной прибылью предприятий и растущими доходами домашних хозяйств (рис. 2.9, панель 2). Кроме того, возобновление роста после нарушений в цепях поставок, вызванных землетрясением и цунами в Японии в марте 2011 года, оказалось более сильным, чем ожидалось.

Хотя финансовые потрясения в зоне евро создали вторичные эффекты на рынках Азии в конце прошлого года, их последствия были ограниченными. В конце 2011 года потоки портфельных инвестиций стали сильно отрицательными, фондовые цены резко упали, спреды по свопам кредитного дефолта (СКД) суверенных заемщиков и банков увеличились, а курсы валют стран региона упали. В целом, однако, сдвиги на рынке в конце 2011 года были меньше, чем колебания, наблюдавшиеся в течение 2008–2009 годов. Эти сдвиги оказали ограниченное влияние на экономику и частично обратились вспять в начале 2012 года.

В странах Азии с формирующимся рынком неблагоприятное развитие событий на рынке коррелировало с зависимостью стран от банков зоны евро (рис. 2.9, панель 4). Как более подробно описано в Специальном разделе настоящей главы о вторичных эффектах, банки зоны евро уже начали сокращение своих международных кредитных

Рисунок 2.9. Азия: снижение темпов роста¹

Ослабление экспорта, особенно в Европу, ухудшает перспективы роста в Азии. Однако спрос со стороны Китая служит амортизатором для экспортеров биржевых товаров в регионе, а внутренний спрос в некоторых из развивающихся стран Азии остается на высоком уровне. Потрясения на рынке в конце 2011 года были более значительными в тех странах, которые имеют более тесные связи с банками зоны евро. Инфляция во многих странах снизилась, но сейчас имеется меньше бюджетных резервов для проведения политики, чем было в 2007 году.



Источники: Банк международных расчетов; CEIC; Consensus Economics; МВФ, «Статистика географической структуры торговли» и расчеты персонала МВФ.
¹ Страны Азии с развитой экономикой (СРЭ Азии): Австралия (AUS), Япония (JPN), Новая Зеландия (NZL); АСЕАН-5: Вьетнам (VNM), Индонезия (IDN), Малайзия (MYS), Таиланд (THA), Филиппины (PHL); Китай (CHN); Индия (IND); Новые индустриальные страны Азии (НИС): САР Гонконг (HKG), Корея (KOR), Сингапур (SGP), Тайвань, провинция Китая (TWN).
² ГТС — годовые темпы с учетом сезонных факторов.
³ В случае Индии изменение ожиданий относится к среднегодовой инфляции оптовых цен за бюджетный год, заканчивающийся в марте 2013 года.
⁴ Другие развивающиеся страны Азии (другие РС Азии): Афганистан, Бангладеш, Бруней-Даруссалам, Бутан, Вануату, Камбоджа, Кирибати, Лаосская НДР, Мальдивские Острова, Мьянма, Непал, Пакистан, Папуа-Новая Гвинея, Самоа, Соломоновы Острова, Тимор-Лешти, Республика Фиджи и Шри-Ланка.

операций. Банки Азии в целом характеризуются прочным финансовым состоянием, и у многих крупных банков региона имеется достаточный потенциал для дальнейшего увеличения кредитной деятельности². Однако банки зоны евро обслуживают значительную часть коммерческого кредита в регионе и часто специализируются на сложном проектном финансировании, для чего может быть затруднительно быстро найти замену.

Хотя внешнеэкономическая ситуация является сложной, в рамках базисного прогноза ожидается реализация сценария «мягкой посадки», учитывающая прочность внутреннего спроса, благоприятные финансовые условия и наличие потенциала для либерализации политики. В 2012 году темпы роста

²См. главу 3 апрельского выпуска «Перспектив развития региональной экономики: Азия и Тихоокеанский регион» 2012 года.

в регионе прогнозируются на уровне 6 процентов, а затем ожидается их постепенное восстановление до 6½ процента в 2013 году (таблица 2.3).

- В Китае, даже несмотря на негативное влияние внешнего спроса, темпы роста в 2012 и 2013 годах прогнозируются на уровне выше 8 процентов, поскольку ожидается сохранение высокого уровня потребления и инвестиций.
- В Индии, хотя часть ожидаемого снижения темпов роста до 7 процентов в 2012 году представляет собой циклическую реакцию на более высокие процентные ставки и более низкий внешний спрос, некоторую роль играет неопределенность политики и узкие места на стороне предложения — проблемы, требующие разрешения в ближайшей перспективе, чтобы не произошло снижения потенциального роста.

Таблица 2.3. Отдельные страны Азии: реальный ВВП, потребительские цены, сальдо счета текущих операций и безработица

(Годовые изменения в процентах, если не указано иное)

	Реальный ВВП			Потребительские цены ¹			Сальдо счета текущих операций ²			Безработица ³		
	2011	Прогнозы		2011	Прогнозы		2011	Прогнозы		2011	Прогнозы	
		2012	2013		2012	2013		2012	2013		2012	2013
Азия	5,9	6,0	6,5	5,0	3,9	3,6	2,0	1,4	1,7	...	...	...
Страны Азии с развитой экономикой	1,3	2,6	2,8	1,6	1,4	1,4	2,2	1,8	2,0	4,3	4,3	4,2
Япония	-0,7	2,0	1,7	-0,3	0,0	0,0	2,0	2,2	2,7	4,5	4,5	4,4
Австралия	2,0	3,0	3,5	3,4	2,7	3,0	-2,2	-4,6	-5,1	5,1	5,2	5,2
Новая Зеландия	1,4	2,3	3,2	4,0	2,1	2,4	-4,1	-5,4	-6,3	6,5	6,0	5,4
Новые индустриальные страны Азии	4,0	3,4	4,2	3,6	2,9	2,7	6,5	5,9	5,7	3,6	3,5	3,5
Корея	3,6	3,5	4,0	4,0	3,4	3,2	2,4	1,9	1,5	3,4	3,3	3,3
Тайвань, провинция Китая	4,0	3,6	4,7	1,4	1,3	1,8	8,8	8,0	8,4	4,4	4,4	4,3
САР Гонконг	5,0	2,6	4,2	5,3	3,8	3,0	4,1	3,2	3,5	3,4	3,5	3,5
Сингапур	4,9	2,7	3,9	5,2	3,5	2,3	21,9	21,8	21,3	2,0	2,1	2,1
Развивающиеся страны Азии	7,8	7,3	7,9	6,5	5,0	4,6	1,8	1,2	1,4	...	...	...
Китай	9,2	8,2	8,8	5,4	3,3	3,0	2,8	2,3	2,6	4,0	4,0	4,0
Индия	7,2	6,9	7,3	8,6	8,2	7,3	-2,8	-3,2	-2,9	...	...	...
АСЕАН-5	4,5	5,4	6,2	5,9	5,4	4,7	2,8	1,7	1,4	...	...	...
Индонезия	6,5	6,1	6,6	5,4	6,2	6,0	0,2	-0,4	-0,9	6,6	6,4	6,3
Таиланд	0,1	5,5	7,5	3,8	3,9	3,3	3,4	1,0	1,4	0,7	0,7	0,7
Малайзия	5,1	4,4	4,7	3,2	2,7	2,5	11,5	10,8	10,4	3,2	3,1	3,0
Филиппины	3,7	4,2	4,7	4,8	3,4	4,1	2,7	0,9	1,0	7,0	7,0	7,0
Вьетнам	5,9	5,6	6,3	18,7	12,6	6,8	-0,5	-1,6	-1,4	4,5	4,5	4,5
Другие развивающиеся страны Азии⁴	4,6	5,0	5,0	10,6	9,7	9,2	-0,7	-2,0	-2,0	...	...	...
<i>Для справки</i>												
Страны Азии с формирующимся рынком ⁵	7,3	6,8	7,4	6,1	4,7	4,3	2,5	1,9	2,0	...	...	...

¹Изменения потребительских цен показаны в среднем за год. Изменения за период с декабря по декабрь приводятся в таблицах А6 и А7 «Статистического приложения».

²В процентах ВВП.

³В процентах. Национальные определения безработицы могут быть различными.

⁴В группу других развивающихся стран Азии входят: Исламская Республика Афганистан, Бангладеш, Бруней-Даруссалам, Бутан, Вануату, Камбоджа, Кирибати, Лаосская НДР, Мальдивские Острова, Мьянма, Непал, Пакистан, Папуа-Новая Гвинея, Самоа, Соломоновы Острова, Тимор-Лешти, Тонга, Тувалу, Республика Фиджи и Шри-Ланка.

⁵К странам Азии с формирующимся рынком относятся все страны, входящие в группы развивающихся стран Азии и новых индустриальных стран Азии.

- Получив своевременный импульс со стороны расходов на восстановление страны, Япония, как прогнозируется, в 2012 году покажет рост на уровне 2 процентов. Кризис в Европе и проблемы в отношении поставок энергоресурсов, вероятно, негативно скажутся на экономической активности и экспорте Японии. Ожидается, что в 2013 году рост останется ослабленным на уровне 1¼ процента из-за слабости мировой экономической ситуации и уменьшения расходов на восстановление.
- В Корее ожидается, что восстановление активности в строительстве компенсирует собой менее радужные перспективы в сфере частного потребления и инвестиций, обусловленные повышением неопределенности на глобальном уровне.
- По экспорту из стран АСЕАН-5³ пришелся особенно сильный удар, но активный внутренний спрос способствовал компенсации ухудшения внешних условий, особенно в Индонезии. В Таиланде в первой половине 2012 года прогнозируется начало оживления после наводнений прошлого года, поддерживаемое более либеральными денежно-кредитными условиями и крупным пакетом бюджетных мер в ответ на наводнения. По мере того как экономическая активность в регионе замедлилась, а потоки капитала уменьшились, произошел спад инфляционного давления и снизились темпы роста кредита. Ожидается, что инфляция в регионе уменьшится с 5 процентов в прошлом году до чуть менее 4 процентов в 2012 году и до 3½ процента в 2013 году.

Имеются значительные риски снижения темпов роста относительно прогноза. В частности, разрастание кризиса в зоне евро (менее благоприятный сценарий, описанный в главе 1 и проиллюстрированный на рис. 2.2) может привести к снижению объема производства в странах Азии с формирующимся рынком на 1¼ процента относительно базисного сценария и объема производства в Японии — на 1¼ процента. Для стран Азии с открытой экономикой торговля будет самым значимым каналом передачи воздействия. В случае Японии результаты имитационных расчетов указывают на то, что вторичные эффекты уменьшения внешнего спроса усиливаются ограничениями, накладываемыми на денежно-кредитную политику нулевым нижним пределом для номинальной процентной ставки.

Резкое повышение глобального неприятия риска и неопределенности также вызовет значительные

вторичные эффекты, не только через свое влияние на условия финансового рынка (рис. 2.5, панель 3), но и вследствие своего подавляющего воздействия на торговлю товарами длительного пользования. Как показано на панели 2 рис. 2.5, открытая позиция региона по отношению к банкам зоны евро меньше, чем у других регионов. Тем не менее, банковские системы в регионе, которые в наибольшей степени опираются на иностранное оптовое финансирование (новые индустриальные страны Азии — НИС, Австралия, Новая Зеландия), остаются подверженными опасности сокращения заемных средств в мировой финансовой системе.

Дополнительный внешний риск создается тем, что напряженность на Ближнем Востоке приведет к новому всплеску цен на нефть. Среди внутренних рисков — балансовая уязвимость по отношению к ослаблению секторов недвижимости и экспорта в Китае. Представляется, что эти риски сами по себе являются легко управляемыми, но значительный внешний шок может вывести их на первый план, вызвав спад инвестиций и экономической активности в Китае, что также скажется на его партнерах по торговле.

При определении политики в регионе необходимо учитывать эти риски. В странах с относительно низким уровнем государственного долга (АСЕАН-5, Китай, НИС) темпы бюджетной консолидации можно замедлить, если материализуются риски снижения темпов роста относительно прогноза. Во многих странах Азии также можно было бы добиться продвижения в реализации их планов по усилению систем социальной защиты и увеличению инвестиций в инфраструктуру, если возникнут основания для нового раунда бюджетного стимулирования экономики. Эти меры оказывают долгосрочное положительное воздействие на процесс изменения баланса в экономике и на неравенство доходов, что полезно даже в благоприятной ситуации. При этом в Индии и Японии бюджетная консолидация остается приоритетной задачей, чтобы закрепить доверие и восстановить пространство для маневра, которое бы позволило преодолеть возможные будущие проблемы.

Хотя ужесточение денежно-кредитной политики было надлежащим образом отложено во многих странах Азии и осмотрительно повернуто вспять в некоторых из них, возможности дальнейшей либерализации являются ограниченными в странах, где сохраняется базовое инфляционное давление (Индия, Индонезия, Корея), и в тех странах, где еще не завершены меры в отношении предыдущего эпизода роста кредита (Китай). В Японии,

³Ассоциация стран Юго-Восточной Азии (АСЕАН) включает десять членов. В АСЕАН-5 входят Вьетнам, Индонезия, Малайзия, Таиланд и Филиппины.

наоборот, дальнейшая либерализация денежно-кредитных условий может способствовать укреплению перспектив роста, и может потребоваться расширить покупки активов в рамках существующих программ для ускорения выхода из дефляции.

Если произойдет активизация процесса уменьшения использования заемных средств банками зоны евро, директивным органам потребуется обеспечить поддержание доступа к кредиту для экономических субъектов, уязвимых по отношению к рационарированию кредита, таких как малые и средние компании. По мере необходимости можно возобновлять действие программ, специально разработанных для этой цели во время кризиса 2008–2009 годов. Одним из факторов уязвимости остается напряженность с долларovým финансированием, ставшая очевидной в ходе предыдущего кризиса (особенно в Корею, Малайзии и в провинции Китая Тайвань). Если в результате усиления кризиса в зоне евро в мире возникнет недостаток ликвидности, директивные органы должны быть готовы к поддержанию ликвидности в регионе.

Непрочность внешних перспектив подчеркивает необходимость изменить баланс движущих сил регионального роста за счет укрепления внутренних источников спроса в предстоящие годы. В Китае продолжение недавно проведенного повышения курса валюты и прогресс в реализации мер политики, определенных в 12-м пятилетнем плане, обеспечит поддержание устойчивости недавно достигнутого уменьшения внешнего профицита (см. вставку 1.3). В других странах Азии с формирующимся рынком, в том числе во многих странах АСЕАН и в Индии, укрепление внутреннего спроса требует улучшения условий для частных инвестиций, в том числе за счет устранения узких мест в инфраструктуре и повышения качества управления и работы государственных служб.

Латинская Америка и Карибский бассейн: по глассе к стабильному росту

Колебания в уровне неприятия риска на мировых рынках в последние шесть месяцев оказали сильное влияние на регион. Сначала рост неприятия риска снял некоторую часть давления в ряде стран региона, где была угроза перегрева. Но после этого затишья происходит возвращение потоков капитала, и обменные курсы снова оказались под давлением. Однако проведенное ранее ужесточение политики начинает приносить плоды. Это сочетание положительных результатов политики и недавно проявившейся устойчивости к колебаниям настроений в мире

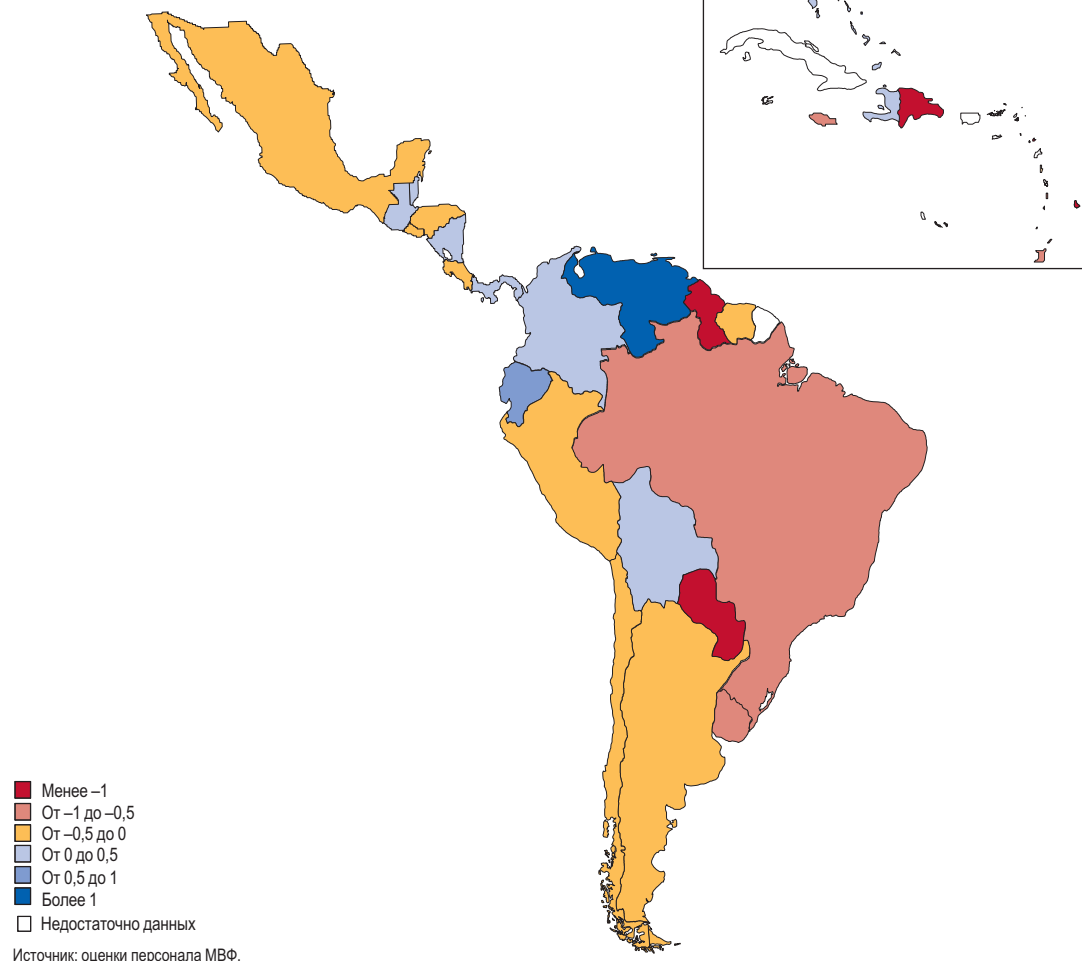
означает, что перспективы являются многообещающими (рис. 2.10). Тем не менее, во многих странах инфляция сохраняется на уровне выше середины целевого диапазона, а темпы роста кредита остаются высокими. В то же время не отступает опасность потенциального негативного влияния со стороны Европы. Хотя риски в целом сбалансированы, перечисленные факторы напряженности усложняют задачи, стоящие перед директивными органами.

Регион ЛАК показывал активный рост в течение 2011 года. Существенное влияние на это развитие событий оказывали внешние факторы. Высокие цены на биржевые товары поддерживали экономическую активность во многих странах-экспортерах биржевых товаров региона, несмотря на общее снижение мировых темпов роста и потоков капитала, которое способствовало сдерживанию давления в сторону перегрева экономики. Внутри этих стран ужесточение налогово-бюджетной, денежно-кредитной и пруденциальной политики также помогало сдерживать темпы подъема (рис. 2.11). Хотя экономическая активность в Центральной Америке и Карибском бассейне по-прежнему находится в подавленном состоянии, сильные связи реальной экономики с США создают некоторые положительные перспективы по мере медленного продвижения подъема в США.

Вторичные эффекты, распространяющиеся на регион через торговые, финансовые и банковские каналы, проявлялись в течение последних месяцев, но оказывали лишь ограниченное влияние на экономическую активность. Как следует из вышесказанного, вторичные эффекты в сфере торговли относятся преимущественно к биржевым товарам, а потому связаны с ростом в Азии. Вторичные эффекты для финансовой сферы были в большей степени связаны с развитием событий в Европе: повышение степени неприятия риска вследствие обеспокоенности ситуацией в Европе привело к временному уменьшению потоков капитала в регион. При этом, однако, не происходило поворота в потоках капитала, и потому это оказало чистое положительное воздействие на регион. В прошлом у региона были сложности с освоением «горячих денег», и на сегодняшний день это тоже остается одним из источников уязвимости. Однако вторичные эффекты, возникающие в регионе вследствие событий в Европе, в основном идут через открытые позиции региона по отношению к европейским банкам. В регионе отмечается относительно крупное присутствие европейских банков, особенно испанских (см. рис. 2.5, панель 2). Продажа банком Santander акций своих местных дочерних

**Рисунок 2.10. Латинская Америка и Карибский бассейн:
пересмотр прогнозов роста на 2012 год**

(Изменение в процентных пунктах по сравнению с прогнозами сентябрьского выпуска ПРМЭ 2011 года)



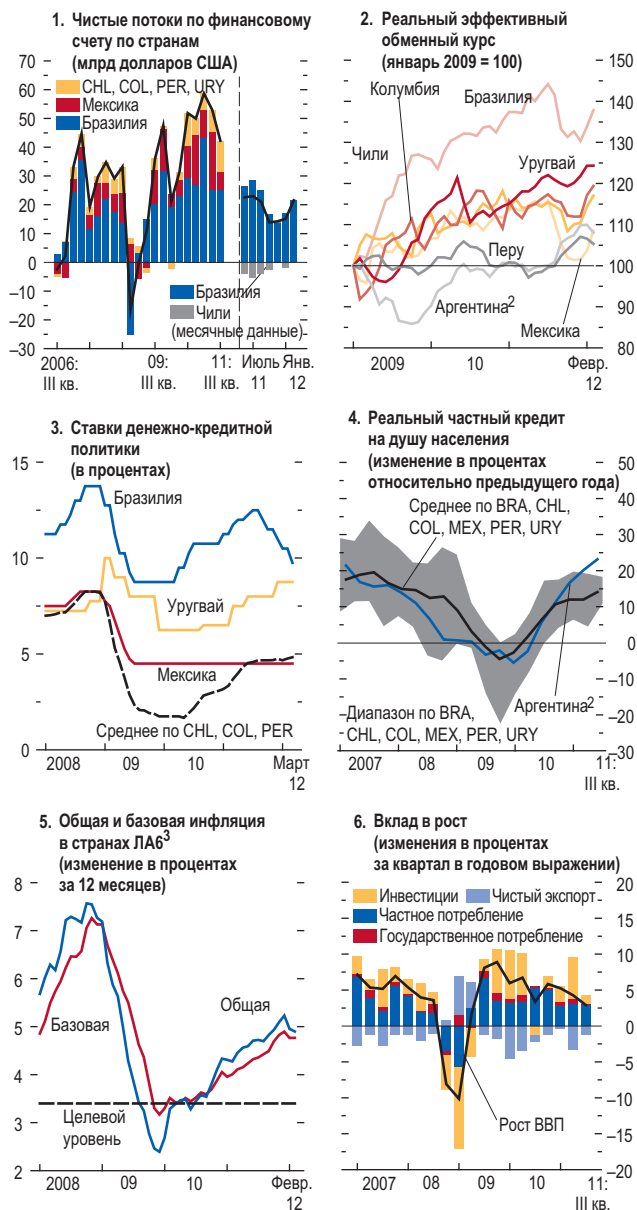
компаний в конце 2011 года привела к временному падению региональных банковских фондовых индексов, что свидетельствует о возможности возникновения проблем для финансовых рынков региона и предложения кредита на региональном уровне в случае ослабления европейских материнских банковских компаний. Однако эти банки проводят свои операции в регионе в основном с помощью дочерних компаний, и они финансируются местными депозитами, так что в будущем вторичные эффекты для финансовой сферы региона, вероятно, будут небольшими.

Прогнозируется, что рост в регионе ЛАК снизится до 3¼ процента в 2012 году, а затем вернется на уровень примерно 4 процентов в 2013 году (таблица 2.4). Среди стран-экспортеров биржевых товаров

активный рост внутреннего спроса стал более умеренным, по мере того как начали приносить свои плоды более жесткие меры макроэкономической политики, а внешняя ситуация становилась менее благоприятной. Это наиболее заметно в Бразилии, где рост за 2011 год составил 2¾ процента, в то время как жесткость денежно-кредитной политики уже была ослаблена. Совокупность этих сил говорит о том, что риски перегрева экономики уменьшились (см. рис. 1.18). Однако повышенный рост кредита и импорта указывает на то, что риски перегрева не находятся под полным контролем и могут снова обостриться, если потоки капитала вернуться к своим прошлым уровням. В Мексике в 2011 году отмечался активный рост, который, как и в США, оказался выше ожидавшегося. На 2012 и 2013 годы

Рисунок 2.11. Латинская Америка: отслеживание нисходящих потоков¹

Колебания в степени неприятия риска в последние шесть месяцев сначала привели к снижению потоков капитала и обменных курсов, а затем, в последнее время, к возобновлению потоков капитала и давлению на обменные курсы. Более жесткие меры политики начали приносить свои плоды, ведя к стабилизации роста кредита в реальном выражении, хотя и на высоком уровне. Тем не менее инфляция во многих странах по-прежнему выше середины целевого диапазона. Директивным органам необходимо сохранять бдительность в отношении возможных нисходящих влияний со стороны Европы и восходящих — со стороны потоков капитала.



Источники: Haver Analytics; МВФ, Международная финансовая статистика и расчеты персонала МВФ.

¹BRA: Бразилия; CHL: Чили; COL: Колумбия; MEX: Мексика; PER: Перу; URY: Уругвай.

²Номинальные показатели по Аргентине дефлированы с использованием оценок персонала МВФ для средней инфляции по провинциям.

³ЛАБ: Бразилия, Колумбия, Мексика, Перу, Уругвай и Чили.

рост прогнозируется на уровне от 3½ до 3¾ процента, то есть несколько снизится, но по-прежнему останется выше потенциального. В Центральной Америке ожидается рост примерно в 4 процента, а в Карибском бассейне — примерно в 3½ процента. Высокий государственный долг и вялое состояние туризма и потоков денежных переводов работников-мигрантов по-прежнему создают препятствия для роста в Карибском бассейне. Перспективы Центральной Америки, как и Мексики, тесно связаны с развитием ситуации в США.

Вторичные эффекты, которые могут возникнуть в регионе вследствие возобновления кризиса в Европе, как в реальной экономике, так и в финансовой сфере, вероятно, будут ограниченными. По оценкам, новая вспышка кризиса в Европе, представленная одним из менее благоприятных сценариев, описанных в главе 1 и представленных на рис. 2.2, может вызвать снижение объема производства в регионе примерно на ¼ процента относительно базисного сценария. Это значение находится ближе к нижнему краю оцененных эффектов данного сценария, отражая относительно низкий уровень торговли с Европой (на которую приходится лишь примерно 10 процентов экспорта товаров региона) и ограниченные вторичные эффекты для финансовой сферы (см. рис. 2.5). Как обсуждалось выше, несмотря на относительно крупное присутствие европейских банков в регионе, ожидается, что вторичные эффекты через операции европейских банков будут умеренными. И наоборот, этот регион, а особенно его Южный конус, находятся в большой зависимости от цен на биржевые товары. В этом отношении он может пострадать, если кризис в Европе вызовет более общее снижение темпов роста, особенно если это скажется на Китае и странах Азии с формирующимся рынком. Описанная внешняя уязвимость компенсируется доминирующим влиянием бразильской экономики, движущими силами которой являются преимущественно внутренние факторы.

В этих условиях меры политики должны учитывать опасность перегрева внутренней экономики и строиться на прочном фундаменте пруденциальных мер, разработанных во время самых последних периодов активного потока капитала. Хотя внешнее давление на некоторое время спало, оно возвращается, и было бы преждевременно проводить ослабление политики, пока инфляция еще находится выше середины целевых диапазонов, а риски характеризуются смещением в сторону повышения роста. Эти соображения особенно актуальны для Венесуэлы, где не было проведено заметного ужесточения политики, а инфляция остается на высоком уровне. Аналогичным

Таблица 2.4. Отдельные страны Западного полушария: реальный ВВП, потребительские цены, сальдо счета текущих операций и безработица

(Годовые изменения в процентах, если не указано иное)

	Реальный ВВП			Потребительские цены ¹			Сальдо счета текущих операций ²			Безработица ³		
	Прогнозы			Прогнозы			Прогнозы			Прогнозы		
	2011	2012	2013	2011	2012	2013	2011	2012	2013	2011	2012	2013
Северная Америка	2,0	2,2	2,5	3,1	2,3	2,0	-3,0	-3,1	-2,9	...	...	...
США	1,7	2,1	2,4	3,1	2,1	1,9	-3,1	-3,3	-3,1	9,0	8,2	7,9
Канада	2,5	2,1	2,2	2,9	2,2	2,0	-2,8	-2,7	-2,7	7,5	7,4	7,3
Мексика	4,0	3,6	3,7	3,4	3,9	3,0	-0,8	-0,8	-0,9	5,2	4,8	4,6
Южная Америка⁴	4,8	3,8	4,3	7,8	7,4	7,0	-1,0	-1,9	-2,0	...	...	...
Бразилия	2,7	3,0	4,1	6,6	5,2	5,0	-2,1	-3,2	-3,2	6,0	6,0	6,5
Аргентина ⁵	8,9	4,2	4,0	9,8	9,9	9,9	-0,5	-0,7	-1,1	7,2	6,7	6,3
Колумбия	5,9	4,7	4,4	3,4	3,5	3,1	-2,8	-2,7	-2,4	10,8	11,0	10,5
Венесуэла	4,2	4,7	3,2	26,1	31,6	28,8	8,6	7,4	5,6	8,1	8,0	8,1
Перу	6,9	5,5	6,0	3,4	3,3	2,6	-1,3	-2,0	-1,9	7,5	7,5	7,5
Чили	5,9	4,3	4,5	3,3	3,8	3,0	-1,3	-2,4	-2,4	7,1	6,6	6,9
Эквадор	7,8	4,5	3,9	4,5	5,7	4,8	-0,3	0,5	0,6	6,0	5,8	6,2
Уругвай	5,7	3,5	4,0	8,1	7,4	6,6	-2,2	-3,6	-3,2	6,1	6,0	6,0
Боливия	5,1	5,0	5,0	9,9	4,9	4,5	2,2	1,6	1,1	...	...	...
Парагвай	3,8	-1,5	8,5	6,6	5,0	5,0	-1,2	-3,5	-1,4	5,6	5,8	5,5
Центральная Америка⁶	4,7	4,0	4,0	5,6	5,3	5,2	-6,9	-6,9	-6,7	...	...	...
Карибский бассейн⁷	2,8	3,5	3,6	7,2	5,5	5,2	-3,5	-3,6	-3,7	...	...	...
<i>Для справки</i>												
Латинская Америка и Карибский бассейн ⁸	4,5	3,7	4,1	6,6	6,4	5,9	-1,2	-1,8	-2,0	...	...	...
Восточнокарибский валютный союз ⁹	-0,2	1,5	2,2	3,4	3,5	2,4	-19,9	-21,4	-20,5	...	...	...

¹Изменения потребительских цен показаны в среднем за год. Изменения за период с декабря по декабрь приводятся в таблицах А6 и А7 «Статистического приложения».

²В процентах ВВП.

³В процентах. Национальные определения безработицы могут быть различными.

⁴Включает также Гайану и Суринам.

⁵Данные основаны на официальных показателях ВВП и индекса потребительских цен Аргентины (ИПЦ-ББА). Персонал МВФ призвал Аргентину принять меры по исправлению ситуации, чтобы повысить качество данных по официальному ВВП, и власти страны обязались повысить качество официальных данных по ВВП и ИПЦ ББА. Персонал МВФ также использует в целях макроэкономического надзора альтернативные показатели роста ВВП и инфляции, включая оценки частных аналитиков, которые в среднем значительно ниже официальных данных по росту ВВП начиная с 2008 года, а также данные статистических органов провинций и частных аналитиков, согласно которым уровень инфляции начиная с 2007 года значительно выше официального уровня инфляции.

⁶Центральная Америка включает Белиз, Гватемалу, Гондурас, Коста-Рику, Никарагуа, Панаму и Сальвадор.

⁷Карибский бассейн включает Антигуа и Барбуда, Багамские Острова, Барбадос, Доминиканскую Республику, Доминику, Гаити, Гренаду, Сент-Винсент и Гренадины, Сент-Киттс и Невис, Сент-Лючия, Тринидад и Тобаго и Ямайку.

⁸Латинская Америка и Карибский бассейн включают Мексику, страны Карибского бассейна, Центральную Америку и Южную Америку.

⁹В Восточнокарибский валютный союз входят Антигуа и Барбуда, Гренада, Доминика, Санта-Люсия, Сент-Винсент и Гренадины, Сент-Киттс и Невис, а также Ангилья и Монсеррат, которые не являются членами МВФ.

образом, в Аргентине, хотя международные кредитные потоки не сказываются на ней таким же образом, обеспокоенность вызывают высокие темпы роста кредита и высокая инфляция. Недавние колебания в потоках капитала создают сильный аргумент в пользу того, чтобы правительства региона продолжили укрепление своих систем пруденциальных механизмов для обеспечения готовности к любым будущим всплескам и спадам в этих потоках. В Мексике, учитывая прочно укоренившиеся инфляционные ожидания и по-прежнему низкий рост в США, денежно-кредитная политика может оставаться

адаптивной, пока инфляционное давление и ожидания не представляют опасности.

Бюджетная консолидация должна продолжаться (особенно в тех случаях, когда она необходима для поддержания экономической приемлемости долга), но требуется также и защита расходов на социальную сферу и инфраструктуру. Налогово-бюджетной политике в странах-экспортерах биржевых товаров следует сосредоточить внимание на том, чтобы направлять в состав сбережений любые непредвиденные сверхдоходы, пока цены на биржевые товары еще находятся на высоком уровне, чтобы создать

потенциал для проведения поддерживающих мер в случае, если начнут материализоваться риски снижения темпов роста относительно прогноза (см. главу 4). В Центральной Америке политике следует ориентироваться на восстановление резервов для проведения политики, израсходованных за время кризиса, и на проведение структурных реформ, направленных на стимулирование роста в среднесрочной перспективе. В Карибском бассейне требуются более решительные меры для сокращения избыточной задолженности при параллельном решении проблемы низкой конкурентоспособности.

Содружество Независимых Государств: цены на биржевые товары являются основным каналом передачи вторичных эффектов

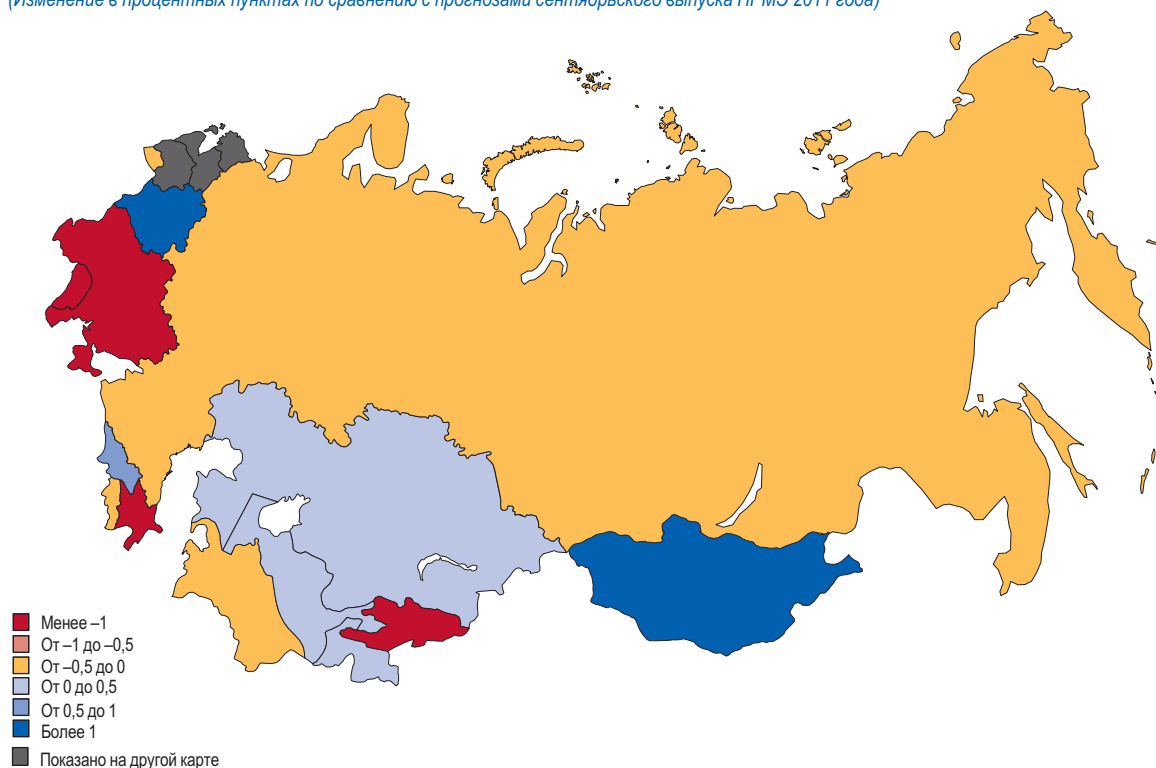
Более слабый экспорт в Европу, а также ужесточение политики в некоторых странах приведут к снижению темпов роста в СНГ в текущем году (рис. 2.12), даже несмотря на то, что ожидается сохранение высокого уровня цен на биржевые товары.

Если кризис в зоне евро усилится, падение мирового спроса, сопровождаемое связанным с ним снижением цен на биржевые товары, станет серьезным сдерживающим фактором для роста в регионе.

Во второй половине 2011 года в СНГ продолжался активный рост, поддерживавшийся по-прежнему высокими ценами на нефть и на биржевые товары, новым скачком объема сельскохозяйственного производства в ряде стран (Армения, Беларусь, Казахстан, Россия) после засухи в 2010 году и сильным внутренним спросом (рис. 2.13).

Однако на регионе сказались вторичные эффекты, порождаемые зоной евро. Усиление глобальных финансовых потрясений в конце 2011 года и ставшая результатом этого погоня за безопасностью подтолкнули значительный отток капитала из России, повышение спредов СКД (особенно в случае Украины) и снижение курса ряда валют стран региона, в том числе российского рубля. Начало спада в зоне евро проявилось в ослаблении экспорта и снижении темпов роста промышленного производства в крупнейших странах региона.

Рисунок 2.12. Содружество Независимых Государств: пересмотр прогнозов роста на 2012 год
(Изменение в процентных пунктах по сравнению с прогнозами сентябрьского выпуска ПРМЭ 2011 года)



Источник: оценки персонала МВФ.
Примечание. Включая Грузию и Монголию.

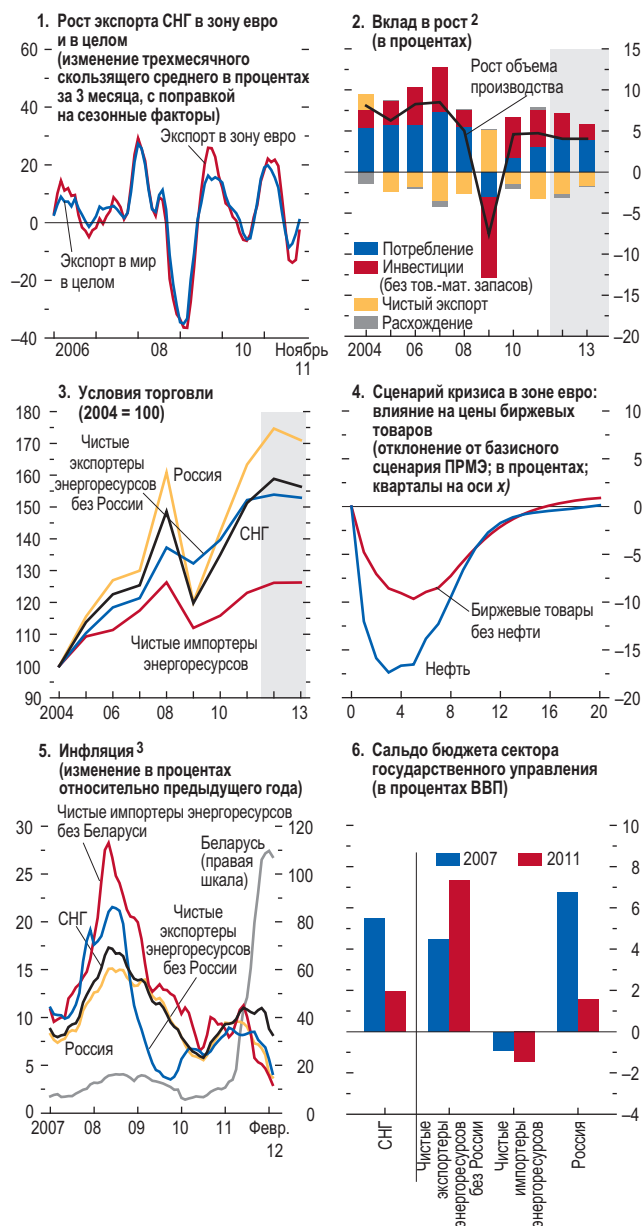
Учитывая значительно более слабые внешние перспективы, в 2012 году ожидается замедление роста в СНГ до 4¼ процента по сравнению с 5 процентами в 2011 году (таблица 2.5). Это снижение темпов роста ожидается даже при том, что цены на нефть будут оставаться на относительно высоком уровне.

- На росте в России положительно скажутся высокие цены на нефть. Текущие прогнозы 4-процентного роста на текущий год лишь немного ниже прогнозов сентябрьского выпуска «Перспектив развития мировой экономики» 2011 года. Прогноз темпов роста на 2013 год также был пересмотрен в сторону понижения до уровня чуть ниже 4 процентов, поскольку ожидается некоторое ослабление цен на нефть.
- В других странах-экспортерах энергоресурсов региона также ожидается небольшое снижение темпов роста, до 5¼ процента в 2012 году и 5½ процента в 2013 году. Несмотря на менее благоприятные внешние условия, рост в этих странах будет поддерживаться хорошими условиями торговли, а также инвестициями в нефтяную и горнодобывающую промышленность (Казахстан) и инфраструктуру (Казахстан, Узбекистан). После произошедшего в 2011 году резкого падения объема производства нефти ожидается, что в текущем году объем производства углеводородов в Азербайджане будет оставаться в целом стабильным, а сохранение активного роста в неуглеводородном секторе должно подтолкнуть рост экономики в 2012 году до 3 процентов.
- В странах-импортерах энергоресурсов СНГ снижению темпов роста в текущем году способствовали как внешние, так и внутренние факторы. Уменьшение спроса на экспорт и более жесткие денежно-кредитные и финансовые условия приведут к снижению темпов роста в Украине с 5¼ процента в прошлом году до 3 процентов в текущем году. В Беларуси также ожидается замедление роста до 3 процентов в текущем году по сравнению с 5¼ процента в 2011 году вследствие валютного кризиса прошлого года и ужесточения денежно-кредитной и налогово-бюджетной политики, которое потребовалось для снижения с инфляции с трехзначного уровня.

После повышения в середине 2011 года вследствие высоких цен на продовольствие и топливо (а также чрезмерного давления со стороны спроса в ряде стран) общая инфляция во многих странах СНГ начала снижаться во второй половине прошлого года и в начале текущего года. Этому снижению способствовал хороший урожай, снизивший инфляцию цен на продовольствие, ослабление экономической

Рисунок 2.13. Содружество Независимых Государств: подталкиваемые ценами на биржевые товары, сдерживаемые встречным ветром из зоны евро¹

Более слабый внешний спрос, особенно со стороны Европы, сдерживал рост в СНГ. На регионе положительно сказываются по-прежнему высокие цены на биржевые товары, но усиление кризиса в зоне евро приведет в регионе к крупному шоку условий торговли. Инфляция ослабла, но резервы для проведения политики еще не восстановлены до предкризисных уровней.



Источники: Haver Analytics; МВФ, «Статистика географической структуры торговли», оценки персонала МВФ.

¹ Чистые экспортеры энергоресурсов: Азербайджан, Казахстан, Россия, Туркменистан, Узбекистан. Чистые импортеры энергоресурсов: Армения, Беларусь, Грузия, Кыргызстан, Молдова, Монголия, Таджикистан, Украина.

² Азербайджан, Грузия, Таджикистан, Туркменистан и Узбекистан не включены в расчеты вследствие ограниченности данных.

³ Вследствие ограниченности данных Туркменистан и Узбекистан не включены в группу чистых экспортеров энергоресурсов без России. Кыргызстан, Монголия и Таджикистан не включены в группу чистых импортеров энергоресурсов без Беларуси.

Таблица 2.5. Содружество Независимых Государств: реальный ВВП, потребительские цены, сальдо счета текущих операций и безработица

(Годовые изменения в процентах, если не указано иное)

	Реальный ВВП			Потребительские цены ¹			Сальдо счета текущих операций ²			Безработица ³		
	Прогнозы			Прогнозы			Прогнозы			Прогнозы		
	2011	2012	2013	2011	2012	2013	2011	2012	2013	2011	2012	2013
Содружество Независимых Государств (СНГ)⁴	4,9	4,2	4,1	10,1	7,1	7,7	4,6	4,0	1,7	...	...	...
Чистые экспортеры энергоресурсов	4,7	4,3	4,2	8,5	5,1	6,6	6,2	5,4	2,6	...	...	...
Россия	4,3	4,0	3,9	8,4	4,8	6,4	5,5	4,8	1,9	6,5	6,0	6,0
Казахстан	7,5	5,9	6,0	8,3	5,5	7,0	7,6	6,6	5,6	5,4	5,4	5,3
Узбекистан	8,3	7,0	6,5	12,8	12,7	10,9	5,8	2,8	3,0	0,2	0,2	0,2
Азербайджан	0,1	3,1	1,9	7,9	5,6	6,1	26,3	21,8	16,4	6,0	6,0	6,0
Туркменистан	14,7	7,0	6,7	5,8	6,2	7,0	1,8	2,1	1,3	...	...	...
Чистые импортеры энергоресурсов	5,7	3,7	3,9	18,2	17,4	13,3	-8,0	-7,1	-5,8	...	...	...
Украина	5,2	3,0	3,5	8,0	4,5	6,7	-5,6	-5,9	-5,2	8,2	8,2	7,9
Беларусь	5,3	3,0	3,3	53,2	66,0	35,8	-10,4	-6,2	-6,5	0,6	0,6	0,6
Грузия	7,0	6,0	5,5	8,5	1,7	5,5	-12,7	-10,3	-9,3	14,9	14,1	13,5
Армения	4,4	3,8	4,0	7,7	4,0	4,2	-12,3	-11,0	-9,5	19,0	19,0	18,5
Таджикистан	7,4	6,0	6,0	12,4	7,9	8,4	-2,3	-3,6	-5,0	...	...	...
Монголия	17,3	17,2	11,8	9,5	13,6	12,5	-30,4	-24,4	-1,8	3,0	3,0	3,0
Кыргызстан	5,7	5,0	5,5	16,6	4,1	8,1	-3,1	-4,8	-4,2	7,9	7,7	7,6
Молдова	6,4	3,5	4,5	7,6	5,5	5,0	-10,6	-9,7	-9,9	6,7	6,6	6,4
<i>Для справки</i>												
Страны СНГ с низкими доходами ⁵	7,3	6,1	5,9	11,7	8,7	8,7	-1,7	-2,6	-2,2	...	...	...
Чистые экспортеры энергоресурсов, кроме России	6,8	5,7	5,4	8,9	7,1	7,7	10,6	8,8	7,1	...	...	...

¹Изменения потребительских цен показаны в среднем за год. Изменения за период с декабря по декабрь приводятся в таблице А7 «Статистического приложения».

²В процентах ВВП.

³В процентах. Национальные определения безработицы могут быть различными.

⁴Грузия и Монголия, не входящие в Содружество Независимых Государств, включены в эту группу по причине географической близости и сходства экономической структуры.

⁵Страны СНГ с низкими доходами включают Армению, Грузию, Кыргызстан, Молдову, Таджикистан и Узбекистан.

активности и ужесточение денежно-кредитной политики в ряде стран. В результате в текущем году прогнозируется снижение инфляции почти во всех странах региона, но заметным исключением является инфляция в Беларуси, движущей силой которой стало ослабление национальной валюты.

Самый серьезный риск для региона представляет возможное усиление кризиса в зоне евро. Прямое влияние будет идти через торговые связи, учитывая, что на зону евро приходится примерно треть экспорта региона, то есть больше, чем у любого региона за пределами Европы (рис. 2.5, панель 1). Даже страны СНГ, имеющие меньшую подверженность риску со стороны торговли с зоной евро, окажутся под влиянием через Россию, которая для многих стран региона является крупнейшим торговым партнером (а также источником денежных переводов работников-мигрантов

и прямых иностранных инвестиций). Косвенным, но потенциально более важным каналом является влияние кризиса в зоне евро и глобального спада на цены на биржевые товары.

В рамках кризисного сценария в зоне евро, описанного в главе 1, предполагается снижение цен на нефть и биржевые товары относительно базисного сценария на 17 и 10 процентов, соответственно, отражая сильный шок условий торговли для региона (рис. 2.13, панель 4). И как было продемонстрировано в конце прошлого года, увеличение оттока капитала создаст давление на валюты стран региона и усилит напряженность в области финансирования в странах с крупными потребностями во внешнем финансировании, таких как Украина. Хотя финансовые связи региона с банками зоны евро являются относительно ограниченными (см. рис. 2.5, панель 2), критическое положение имеющего

системную значимость банка в зоне евро может вызывать резкое прекращение финансирования и повысить вероятность проблем в банковском секторе России⁴. Вероятность повышения темпов роста по сравнению с прогнозом в случае стран СНГ, экспортирующих энергоресурсы, связана с дальнейшим повышением цен на нефть вследствие возобновления напряженности на Ближнем Востоке.

Укрепление защиты региона от перечисленных рисков в большинстве стран СНГ требует восстановления пространства для политического маневра, главным образом за счет бюджетной консолидации. Сальдо бюджетов сейчас намного ниже, чем они были перед кризисом 2008–2009 годов. В России нефтяной дефицит с начала кризиса более чем утроился, и израсходована часть нефтяного резервного фонда; в Украине государственные финансы уязвимы по отношению к давлению со стороны более высоких расходов на заработные платы, пенсии и капиталовложения; в Беларуси принципиальное значение для снижения инфляционных ожиданий будет играть жесткая политика в отношении заработной платы в бюджетном секторе.

Снижение инфляции в регионе дает директивным органам некоторое пространство для маневра в денежно-кредитной сфере. Тем не менее, денежно-кредитная политика должна и далее быть ориентирована на снижение инфляции в рамках базисного сценария, учитывая, что в целом ряде стран инфляция остается на высоком уровне (Беларусь, Россия, Узбекистан). Если же материализуются риски снижения темпов роста относительно прогноза, органы денежно-кредитного и налогового бюджетного регулирования должны быть готовы к корректировке своей политики. Более высокая гибкость обменных курсов, ставшая одним из похвальных достижений России в прошлом году, но по-прежнему отсутствующая в других странах региона, также помогла бы этим странам адаптироваться к негативным потрясениям.

Ближний Восток и Северная Африка: рост остановился, перспективы неопределенны

Помимо значительных внутренних проблем в нескольких странах региона и геополитических рисков, связанных с Исламской Республикой Иран, имеются крупные потенциальные вторичные эффекты, вызываемые в регионе ситуацией в Европе. Внутренние

⁴См. IMF (2011).

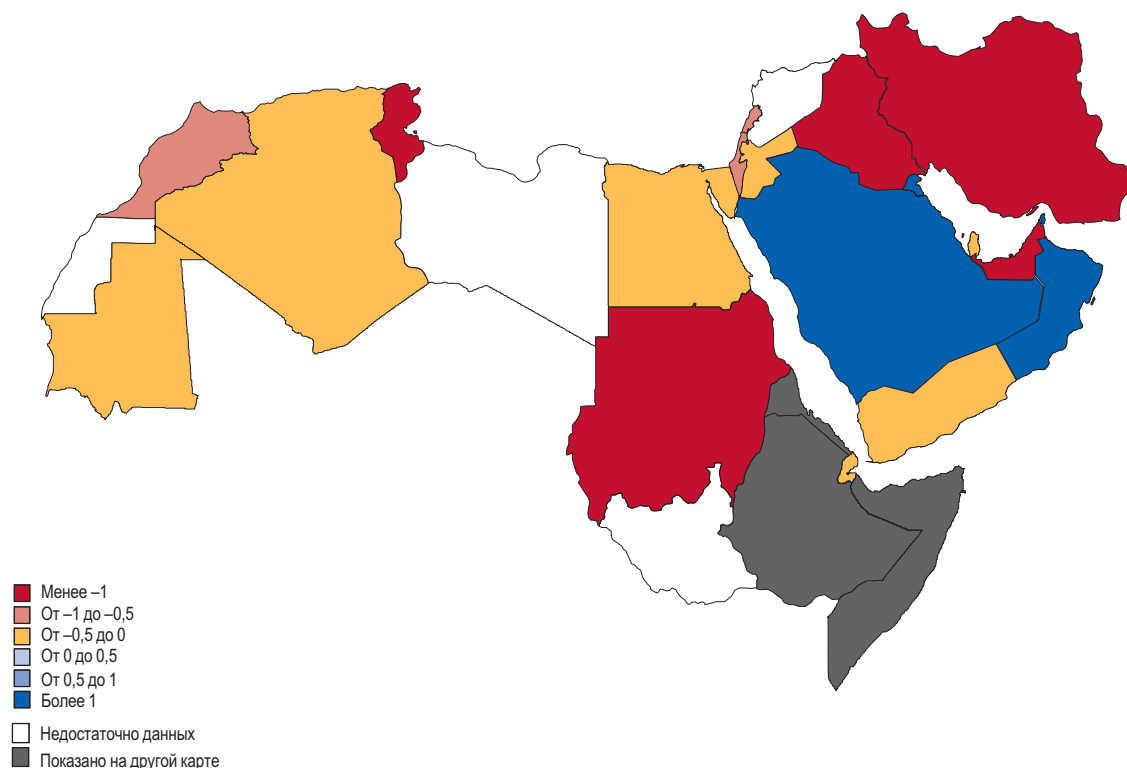
проблемы, одним из примеров которых являются текущие социальные волнения, подтолкнули увеличение социальных трансфертов. Ключевыми приоритетами для политики будет защита или восстановление макроэкономической стабильности перед лицом продолжающихся волнений при одновременном движении в сторону модели роста на широкой основе, которая не имеет столь сильной зависимости от государственных трансфертов. Внешние проблемы имеют два основных источника: цены на нефть и торговые связи с Европой. В случае стран-экспортеров нефти возобновление кризиса в Европе может привести к снижению цен на нефть и подорвать недавние повышения государственных расходов на социальную помощь. В Северной Африке связи с Европой по каналам торговли, денежных переводов работников-мигрантов и туризма исторически имели большое значение и в настоящее время находятся в ослабленном состоянии.

Рост в регионе БВСА в 2011 году был ниже трендового уровня, что объяснялось главным образом характерными для отдельных стран факторами⁵. В странах-экспортерах нефти высокие цены на нефть внесли свой вклад в экономический рост, составивший в 2011 году 4 процента и сдерживавшийся более низкими результатами в Исламской Республике Иран, обусловленными плохим урожаем и последствиями реформы субсидий. В группе стран-импортеров нефти рост составил 2 процента, даже после исключения данных по Сирийской Арабской Республике. Такие низкие темпы роста являются прямым следствием социальных волнений. Помимо своего влияния на цены на нефть, глобальные факторы и развитие ситуации в Европе оказали на настоящий момент относительно слабое воздействие на регион — поправки к прогнозам роста отражают главным образом развитие событий на региональном уровне (рис. 2.14).

Социальные волнения вызывали в регионе значительные негативные последствия, особенно для туризма и потоков капитала, сократившихся во всем регионе (рис. 2.15). Учитывая масштабы характерных для отдельных стран потрясений и их сильные региональные вторичные эффекты, трудно выделить конкретное влияние ситуации в Европе, кроме как в ослаблении денежных переводов работников-мигрантов. Но даже несмотря на это, потенциальные вторичные эффекты

⁵Сирийская Арабская Республика не включена в данные и прогнозы по причине неопределенности политической ситуации. На росте в Ливии, которая включена в рассмотрение, сильно сказалась гражданская война, и в 2012 году прогнозируется его восстановление.

Рисунок 2.14. Ближний Восток и Северная Африка: пересмотр прогнозов роста на 2012 год
(Изменение в процентных пунктах по сравнению с прогнозами сентябрьского выпуска ПРМЭ 2011 года)



Источник: оценки персонала МВФ.

возобновления кризиса в Европе, моделируемые в первом менее благоприятном сценарии главы 1 и проиллюстрированные на рис. 2.2, могут привести к снижению регионального объема производства примерно на 3¼ процента относительно базисного сценария, что является крупнейшим вторичным эффектом из всех регионов за пределами Европы. Большая часть этого эффекта определяется более низкими ценами на нефть. Остальная часть отражает сильные вторичные эффекты для региона, вызываемые ослаблением спроса в странах-партнерах по торговле, главным образом через влияние на потоки иностранного финансирования, торговлю и денежные переводы работников-мигрантов. Эти связи лучше всего прослеживаются при рассмотрении общей картины торговли региона (см. рис. 2.5, панель 1). На экспорт товаров в Европу приходится приблизительно 20 процентов экспорта, или 7 процентов ВВП, что является более значительной долей, чем в случае Азии, Канады, Латинской Америки, региона АЮС или США. Из рис. 2.5 также

видно, что, хотя текущие финансовые связи представляются слабыми, вторичные эффекты для региона БВСА на следующий год после краха Lehman Brothers в 2008 году оказались в числе самых сильных.

Эти мощные вторичные эффекты событий в Европе определяют риски для прогноза, в то время как базисный прогноз строится главным образом исходя из региональных факторов. Базисный прогноз предусматривает рост на уровне 4¼ процента в 2012 году и 3¾ процента в 2013 году (таблица 2.6). В странах-импортерах нефти главными сдерживающими факторами являются высокие цены на нефть, вялый туризм вследствие социальных волнений в регионе и более слабые потоки торговли и денежных переводов работников-мигрантов, являющиеся отражением текущих проблем в Европе. В странах-экспортерах нефти ожидается, что негативное развитие событий в Исламской Республике Иран будет компенсироваться ростом производства нефти в Ираке и Саудовской Аравии, а также возобновлением роста в Ливии. Учитывая относительно

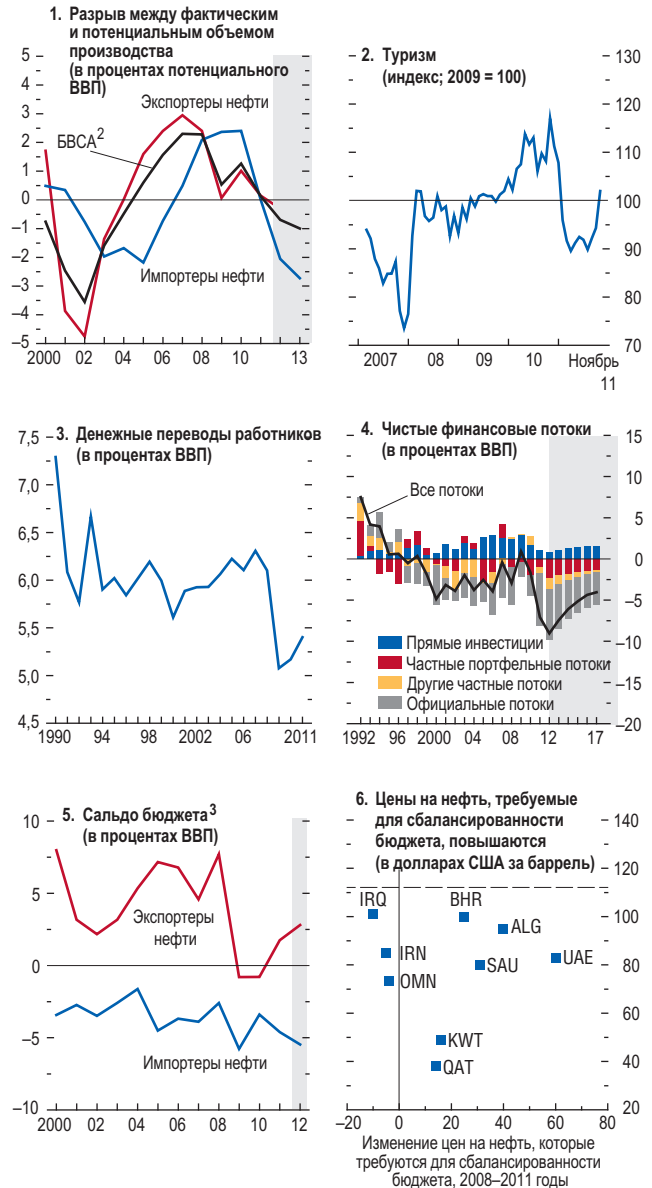
сдержанные перспективы роста и снижающиеся цены на нефтяные биржевые товары, в течение горизонта прогнозирования в регионе ожидается некоторое ослабление инфляции с 9½ процента в 2011 году до 8¾ процента в 2013 году.

Как отмечалось выше, внешние риски сосредоточены вокруг развития событий в Европе. Подавляющая часть внутренних рисков связана с политической ситуацией. Внутренняя нестабильность вызвала значительный спад туризма в регионе, который еще не восстановился до достигнутого ранее уровня (рис. 2.15, панель 2). Более сильный спад в Европе может ударить по и без того ослабленному сектору туризма, что окажет последующее негативное влияние на остальную экономику. В случае стран-экспортеров нефти риски сосредоточены вокруг цены на нефть, и в той части, которая направлена в сторону снижения темпов роста, они связаны главным образом с вероятностью усиления кризиса в Европе и его влиянием на замедление роста в остальном мире. Государственные расходы повысились в такой степени, что относительно небольшое падение цены на нефть может привести к бюджетным дефицитам. С другой стороны, несмотря на уже повышенный уровень вследствие политической неопределенности в регионе, цены на нефть могут еще повыситься в силу увеличения обеспокоенности, связанной с шоком в области предложения нефти из-за ситуации в Иране, волнений в регионе или фактического нарушения в поставках нефти. Эти эффекты могут иметь огромные масштабы, учитывая ограниченность резервов уже добытой нефти и резервных мощностей по ее добыче, а также сохранение физической напряженности на рынке, которое ожидается в течение всего 2012 года.

С учетом этих рисков и перспектив можно заключить, что перед регионом стоят серьезные задачи политики. Первостепенная задача заключается в том, чтобы добиться надежной экономической и социальной стабильности, но в ближайшее время есть также необходимость поставить государственные финансы на устойчивую основу. В случае стран-экспортеров нефти государству необходимо воспользоваться возможностями, создаваемыми высокими ценами на нефть, чтобы продвинуться в сторону создания устойчивой и более диверсифицированной экономики. Кроме того, общественные волнения подчеркивают потребность в программе мер, ориентированных в среднесрочной перспективе на рост на широкой основе, в рамках которых создавались бы прочные институты для стимулирования

Рисунок 2.15. Ближний Восток и Северная Африка: море проблем¹

Неопределенность политической ситуации во многих странах региона подрывает перспективы роста. Последствия социальных волнений и слабости экономики в Европе проявляются в низком уровне туризма и объема денежных переводов работников-мигрантов, а также в оттоке капитала. Увеличение расходов на социальные трансферты означает, что в случае экспортеров нефти государственный бюджет все больше зависит от высоких цен на нефть.



Источники: Haver Analytics, официальные органы стран и оценки персонала МВФ.

¹Экспортёры нефти: Алжир (ALG), Бахрейн, (BHR), Ирак (IRQ), Исламская Республика Иран (IRN), Йеменская Республика, Катар (QAT), Кувейт (KWT), Ливия, Оман (OMN), Саудовская Аравия (SAU), Судан, Объединённые Арабские Эмираты (UAE). Импортёры нефти: Джибути, Египет, Иордания, Ливан, Мавритания, Марокко, Сирийская Арабская Республика и Тунис. Данные не включают Сирийскую Арабскую Республику с 2011 года и далее, а также Южный Судан с 9 июля 2011 года.

²БВСА: Ближний Восток и Северная Африка.

³Данные не включают Ливию.

Таблица 2.6. Отдельные страны Ближнего Востока и Северной Африки: реальный ВВП, потребительские цены, сальдо счета текущих операций и безработица

(Годовые изменения в процентах, если не указано иное)

	Реальный ВВП			Потребительские цены ¹			Сальдо счета текущих операций ²			Безработица ³		
	2011	Прогнозы		2011	Прогнозы		2011	Прогнозы		2011	Прогнозы	
		2012	2013		2012	2013		2012	2013		2012	2013
Ближний Восток и Северная Африка	3,5	4,2	3,7	9,6	9,5	8,7	13,2	14,5	12,7	...	...	...
Экспортеры нефти⁴	4,0	4,8	3,7	10,3	10,3	8,8	16,9	18,2	16,0	...	...	...
Исламская Республика Иран	2,0	0,4	1,3	21,3	21,8	18,2	10,7	6,6	5,1	15,1	16,7	18,1
Саудовская Аравия	6,8	6,0	4,1	5,0	4,8	4,4	24,4	27,9	22,7	...	...	...
Алжир	2,5	3,1	3,4	4,5	5,5	4,5	10,3	10,0	7,9	10,0	9,7	9,3
Объединенные Арабские Эмираты	4,9	2,3	2,8	0,9	1,5	1,7	9,2	10,3	10,4	...	...	...
Катар	18,8	6,0	4,6	2,0	4,0	4,0	28,4	31,5	29,0	...	...	...
Кувейт	8,2	6,6	1,8	4,7	3,5	4,0	41,8	46,2	41,9	2,1	2,1	2,1
Ирак	9,9	11,1	13,5	6,0	7,0	6,0	7,9	9,1	10,8	...	...	...
Судан ⁵	-3,9	-7,3	-1,5	18,1	23,2	26,0	2,1	-4,6	-4,0	12,0	10,8	9,6
Импортеры нефти⁶	2,0	2,2	3,6	7,5	6,9	8,4	-5,3	-5,3	-4,9	...	...	...
Египет	1,8	1,5	3,3	11,1	9,5	12,1	-2,0	-2,6	-2,1	10,4	11,5	11,3
Марокко	4,3	3,7	4,3	0,9	2,0	2,5	-7,4	-5,9	-6,0	9,0	8,9	8,8
Тунис	-0,8	2,2	3,5	3,5	5,0	4,0	-7,4	-7,1	-7,1	18,9	17,0	16,0
Ливан	1,5	3,0	4,0	5,0	4,0	3,3	-14,4	-14,2	-13,4	...	...	...
Иордания	2,5	2,8	3,0	4,4	4,9	5,6	-9,5	-8,3	-6,8	12,9	12,9	12,9
<i>Для справки</i>												
Израиль	4,7	2,7	3,8	3,4	2,0	2,0	0,1	-0,9	0,0	5,6	6,0	5,8
Магриб ⁷	-1,7	11,0	5,9	3,9	4,0	3,0	2,7	5,3	6,2	...	...	...
Машрек ⁸	1,8	1,8	3,4	10,0	8,6	10,8	-4,3	-4,7	-4,1	...	...	...

¹Изменения потребительских цен показаны в среднем за год. Изменения за период с декабря по декабрь приводятся в таблицах А6 и А7 «Статистического приложения».

²В процентах ВВП.

³В процентах. Национальные определения безработицы могут быть различными.

⁴Включают также Бахрейн, Йеменскую Республику, Ливию и Оман.

⁵Данные за 2011 год не включают Южный Судан с 9 июля. Данные за 2012 год и далее относятся к сегодняшнему Судану.

⁶Включает также Джибути и Мавританию. Не включая Сирийскую Арабскую Республику с 2011 года и далее.

⁷Магриб включает Алжир, Ливию, Мавританию, Марокко и Тунис.

⁸Машрек включает Египет, Иорданию, Ливан и Сирийскую Арабскую Республику. Не включая Сирийскую Арабскую Республику с 2011 года и далее.

активности частного сектора, открывался более широкий доступ к экономическим возможностям, и решалась проблема хронически высокой безработицы, особенно среди молодежи.

Ключевой среднесрочной целью налогово-бюджетной политики является переориентация мер налогово-бюджетной политики на снижение бедности и содействие продуктивным инвестициям. Однако увеличение расходов на субсидирование топлива и продовольствия (заметным исключением является Исламская Республика Иран) и давление в сторону повышения заработной платы и пенсий государственных служащих создают напряжение для государственных расходов (особенно в странах-импортерах нефти), которое не будет экономически приемлемым в среднесрочной перспективе.

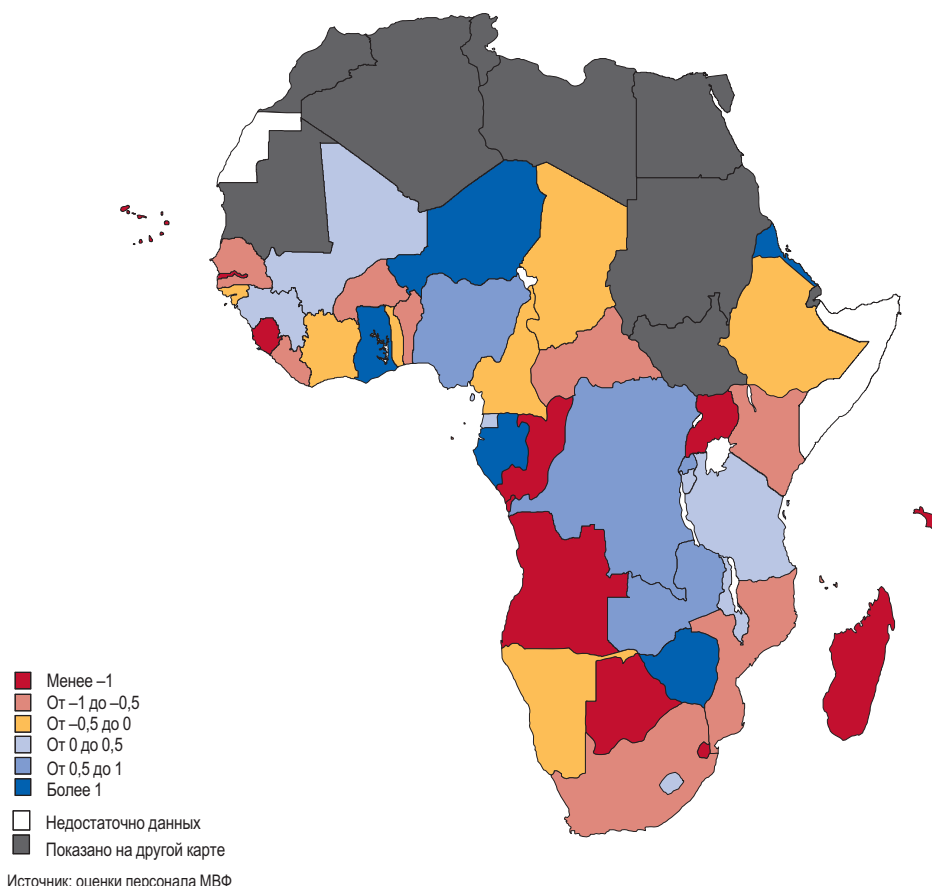
Облегчить это напряжение можно за счет большей целевой направленности субсидий и, в частности, проведения реформы топливных субсидий⁶.

Африка к югу от Сахары: стойкость не должна порождать успокоенность на достигнутом

В Африке к югу от Сахары отмечен еще один год активного роста, и это один из регионов, на которых в наименьшей мере сказались недавние

⁶Обсуждение этих вопросов см. в приложении 3.2 апрельского выпуска «Перспектив развития региональной экономики: Ближний Восток и Северная Африка» 2011 года и в работе Coady et al. (2010).

Рисунок 2.16. Страны Африки к югу от Сахары: пересмотр прогнозов роста на 2012 год
(Изменение в процентных пунктах по сравнению с прогнозами сентябрьского выпуска ПРМЭ 2011 года)



финансовые потрясения и ухудшение глобальных перспектив (рис. 2.16). В большинстве стран приоритетной задачей является восстановление резервов для проведения политики, при этом вялый рост в ЮАР может потребовать некоторой поддержки со стороны государственной политики. Приоритетной задачей в Восточной Африке является сдерживание всплеска инфляции.

Регион АЮС в 2011 году снова показал хорошие результаты, продемонстрировав рост на уровне примерно 5 процентов, несмотря на снижение темпов роста в ЮАР (частично вследствие снижения роста в зоне евро), неблагоприятные шоки на стороне предложения вследствие засухи в Восточной и Западной Африке и гражданский конфликт в Кот-д'Ивуар.

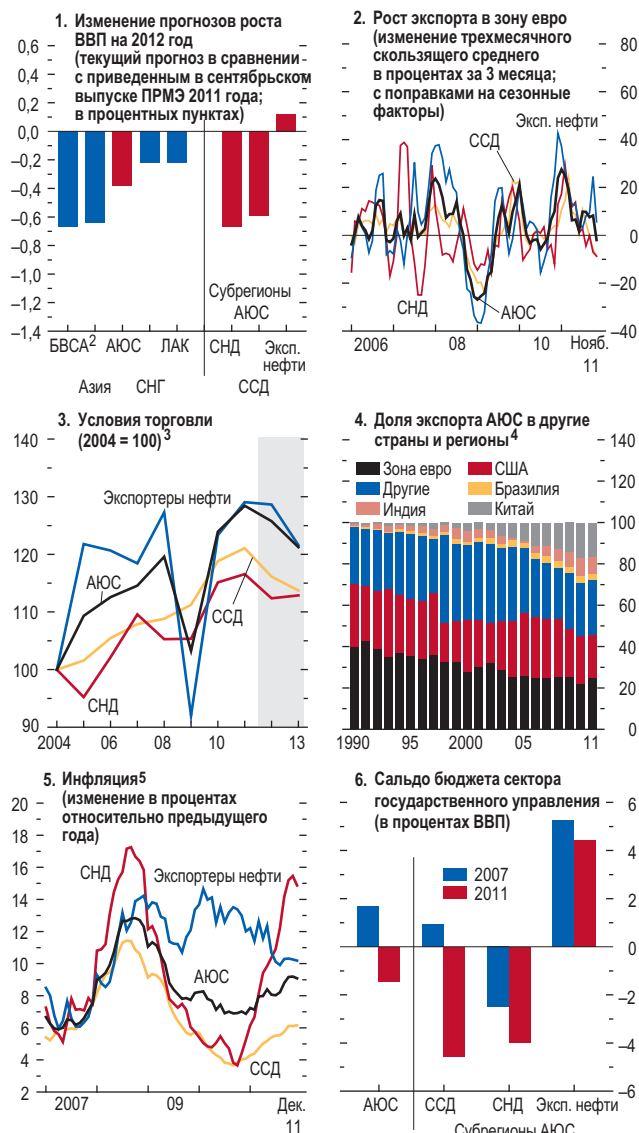
Стойкость региона отражает целый ряд факторов, в том числе его относительную изолированность от вторичных эффектов для финансовой

сферы, создаваемых зоной евро. Ограниченные финансовые связи региона с Европой (см. рис. 2.5, панели 2 и 3) способствовали его защите от потрясений в конце 2011 года, притом что ЮАР является заметным исключением — в этой стране следствием стали снижение курса рэнда и изменчивость фондовых цен. Более того, диверсификация экспорта в сторону быстрорастущих стран с формирующимся рынком уменьшила открытость торговли региона по отношению к Европе⁷. Сейчас на экспорт в зону евро приходится лишь одна пятая экспорта региона по сравнению с двумя пятыми в начале 1990-х годов (рис. 2.5, панель 1; рис. 2.17, панель 4). Высокие цены на биржевые товары также принесли выгоды странам-экспортерам биржевых товаров

⁷См. главу 3 октябрьского выпуска «Перспектив развития региональной экономики: Африка к югу от Сахары» 2011 года.

Рисунок 2.17. Страны Африки к югу от Сахары: сохранение стойкости¹

Для стран Африки к югу от Сахары были внесены лишь небольшие поправки в сторону понижения прогнозов роста. Экспорт в Европу ослаб, особенно для стран со средними доходами, но благоприятные условия торговли и увеличение диверсификации в направлении быстро растущих стран с формирующимся рынком способствовали поддержке роста в регионе. Инфляционное давление и уменьшившийся бюджетный потенциал делают директивные органы менее способными к маневру в случае материализации рисков снижения роста по сравнению с прогнозом.



Источники: Naver Analytics; МВФ, «Статистика географической структуры торговли» и оценки персонала МВФ.

¹СНГ: Содружество Независимых Государств; ЛАК: Латинская Америка и Карибский бассейн; СНД: страна с низкими доходами (АЮС); БВСА: Ближний Восток и Северная Африка; ССД: страна со средними доходами (АЮС); эксп. нефти: страны-экспортеры нефти; АЮС: страны Африки к югу от Сахары.

²Не включая Ливию и Сирийскую Арабскую Республику. Не включая Южный Судан после 9 июля 2011 года.

³Не включая Либерию и Зимбабве вследствие ограниченности данных.

⁴Показатель за 2011 год основан на данных за период с января по ноябрь.

⁵Вследствие ограниченности данных не включены следующие страны: Республика Конго, Чад и Экваториальная Гвинея в группу экспортеров нефти; Замбия в ССД; Бенин, Гвинея, Коморские Острова, Демократическая Республика Конго, Либерия, Малави, Сан-Томе и Принсипи, Сьерра-Леоне, Центральноафриканская Республика, Эритрея и Эфиопия в группу СНД.

в регионе и подтолкнули инвестиции в добычу природных ресурсов. При этом направленность политики во многих странах региона остается относительно адаптивной.

Учитывая эту стойкость, перспективы роста в АЮС были пересмотрены в сторону понижения лишь незначительно (рис. 2.1, панель 1; рис. 2.17, панель 1). Ожидается, что рост в АЮС несколько повысится в 2012 году до 5½ процента по сравнению с 5 процентами в 2011 году (таблица 2.7), чему будет способствовать ввод в действие новых мощностей по добыче минеральных ископаемых и нефти, а также прекращение последствий неблагоприятных шоков на стороне предложения, возникших в 2011 году. При этом в нескольких странах произойдет значительное снижение темпов роста.

- Для стран региона со средним уровнем доходов, которые растут самыми медленными темпами, был произведен самый значительный пересмотр прогнозов роста в сторону понижения, что является отражением их более прочных торговых и финансовых связей с Европой, где происходит замедление темпов роста. Рост в ЮАР прогнозируется в текущем году на уровне лишь 2¾ процента, что на 1 процентный пункт меньше, чем прогноз сентябрьского выпуска «Перспектив развития мировой экономики» 2011 года. Это является следствием ухудшения внешних условий и условий торговли, а также общего спада деловой уверенности. В Ботсване в текущем году также ожидается снижение роста до 3¼ процента, что в значительной мере обусловлено ослаблением мирового спроса на алмазы. После единовременного толчка, созданного началом производства нефти в прошлом году, темпы роста в Гане в текущем году несколько снизятся, но останутся на по-прежнему высоком уровне в 8¾ процента.

- В странах-экспортерах нефти в 2012 году ожидается повышение роста до 7¼ процента по сравнению с 6¼ процента в прошлом году, в основном вследствие того, что ввод в эксплуатацию новых нефтяных месторождений в Анголе, как ожидается, в текущем году подтолкнет рост ВВП в этой стране до 9¾ процента. В Нигерии в текущем году прогнозируется некоторое замедление роста нефтяного ВВП вследствие проведения более жесткой налогово-бюджетной и денежно-кредитной политики, хотя с некоторым возобновлением роста производства нефти рост совокупного ВВП должен остаться на уровне примерно 7 процентов.

Таблица 2.7. Отдельные страны Африки к югу от Сахары: реальный ВВП, потребительские цены, сальдо счета текущих операций и безработица

(Годовые изменения в процентах, если не указано иное)

	Реальный ВВП			Потребительские цены ¹			Сальдо счета текущих операций ²			Безработица ³		
	2011	Прогнозы 2012	2013	2011	Прогнозы 2012	2013	2011	Прогнозы 2012	2013	2011	Прогнозы 2012	2013
Страны Африки к югу от Сахары	5,1	5,4	5,3	8,2	9,6	7,5	-1,8	-2,0	-2,6	...	...	...
Экспортеры нефти	6,2	7,3	6,2	10,2	10,2	8,7	5,6	6,9	4,9	...	...	...
Нигерия	7,2	7,1	6,6	10,8	11,2	9,7	6,2	7,3	5,3	23,9	...	...
Ангола	3,4	9,7	6,8	13,5	11,1	8,3	8,1	9,7	6,2	...	...	...
Экваториальная Гвинея	7,1	4,0	6,8	7,3	7,0	7,0	-9,7	-9,0	-6,6	...	...	...
Габон	5,8	5,6	2,3	1,3	2,3	2,6	12,0	11,7	7,5	...	...	...
Чад	1,6	6,9	0,1	1,9	5,5	3,0	-17,7	-10,0	3,3	...	...	...
Республика Конго	4,5	3,1	5,4	1,9	2,7	2,9	6,2	4,3	3,8	...	...	...
Страны со средними доходами⁴	3,9	3,8	4,2	5,4	5,8	5,4	-3,8	-4,9	-5,2	...	...	...
ЮАР	3,1	2,7	3,4	5,0	5,7	5,3	-3,3	-4,8	-5,5	24,5	23,8	23,6
Гана	13,6	8,8	7,4	8,7	9,6	8,9	-10,0	-6,9	-6,0	...	...	...
Камерун	4,1	4,1	4,5	2,9	3,0	3,0	-3,5	-4,8	-3,3	...	...	...
Кот-д'Ивуар	-4,7	8,1	6,2	4,9	2,0	2,5	6,7	-2,8	-3,0	...	...	...
Ботсвана	4,6	3,3	4,6	8,5	7,8	6,7	-6,8	-4,1	-1,4	...	...	...
Сенегал	2,6	3,8	4,5	3,4	3,0	2,2	-8,3	-10,0	-10,7	...	...	...
Страны с низкими доходами⁵	5,8	5,9	5,9	10,6	15,5	9,6	-9,7	-11,1	-9,9	...	...	...
Эфиопия	7,5	5,0	5,5	18,1	33,9	23,1	-0,2	-8,4	-7,6	...	...	...
Кения	5,0	5,2	5,7	14,0	10,6	5,2	-11,8	-9,6	-8,4	...	...	...
Танзания	6,7	6,4	6,7	7,0	17,4	9,5	-9,7	-12,3	-11,2	...	...	...
Уганда	6,7	4,2	5,4	6,5	23,4	7,6	-11,1	-12,5	-10,7	...	...	...
Демократическая Республика Конго	6,9	6,5	6,7	15,5	12,7	9,4	-8,7	-7,8	-6,5	...	...	...
Мозамбик	7,1	6,7	7,2	10,4	7,2	5,6	-13,0	-12,7	-12,4	...	...	...

¹Изменения потребительских цен показаны в среднем за год. Изменения за период с декабря по декабрь приводятся в таблице А7 «Статистического приложения».

²В процентах ВВП.

³В процентах. Национальные определения безработицы могут быть различными.

⁴Также включая Замбию, Кабо-Верде, Лесото, Маврикий, Намибию, Свазиленд и Сейшельские Острова.

⁵Также включая Бенин, Буркина-Фасо, Бурунди, Гамбию, Гану, Гвинею, Гвинею-Бисау, Зимбабве, Коморские Острова, Демократическую Республику Конго, Лесото, Либерию, Мадагаскар, Малави, Мали, Нигер, Руанду, Сан-Томе и Принсипи, Сьерра-Леоне, Того, Центральнуюафриканскую Республику и Эритрею.

- В группе стран с низким уровнем доходов ожидается, что возобновление роста сельскохозяйственного производства и выработки энергии на гидроэлектростанциях после засухи прошлого года поддержит рост в Кении, который, как прогнозируется, составит 5¼ процента в 2012 году и 5¾ процента в 2013 году. При этом ожидается, что дефицит электроэнергии и ужесточение макроэкономической политики для сдерживания инфляционного давления будут сдерживать рост в Уганде и, в меньшей степени, в Танзании.

Регион АЮС относительно в меньшей степени подвержен влиянию глобального спада, но он не изолирован от вторичных эффектов. При кризисном сценарии в зоне евро, описанном в главе 1 и представленном на рис. 2.2, объем производства

в АЮС уменьшится относительно базисного сценария на 1 процент. Кризис в зоне евро окажет негативное влияние на регион через свое воздействие на экспорт, денежные переводы работников-мигрантов, объемы официальной помощи и частные потоки капитала. Он также приведет к резкому падению цен на нефть и нефтяные биржевые товары относительно прогнозов базисного сценария на 17 и 10 процентов, соответственно. В результате усиление кризиса в зоне евро наиболее заметно скажется на странах-экспортерах биржевых товаров и странах со средним уровнем доходов, которые в большей степени интегрированы в мировые рынки.

Возможна также передача воздействия глобальных шоков через ЮАР на остальные страны региона, поскольку ЮАР в большей степени подвержена

влиянию слабости в мировой экономике, особенно в Европе, которая остается крупнейшим рынком для ее экспорта с высокой долей добавленной стоимости. Негативные потрясения, сказывающиеся на ЮАР, могут быстро распространиться на соседние страны через их влияние на доходы рабочих-мигрантов, торговлю, региональные инвестиции и финансы.

На настоящий момент директивным органам следует сосредоточить усилия на восстановлении резервов для проведения политики. Многие страны региона уже начали сокращать бюджетные дефициты и ужесточать денежно-кредитную политику, особенно в тех случаях, где в прошлом году отмечались всплески инфляции. Инфляционное давление фактически уже начало спадать в большей части региона, главным образом вследствие снижения цен на продовольствие. Бюджетная дисциплина также должна способствовать

формированию свободного потенциала, необходимого для переориентации расходов на приоритетные сферы, такие как инфраструктура, здравоохранение и образование. Если материализуются риски снижения темпов роста относительно прогноза, странам без существенных ограничений в области финансирования следует быть готовыми к ослаблению рычагов политики. В ЮАР задачи выглядят иначе, учитывая, что страна борется с чрезмерно низким уровнем роста и очень высокой безработицей. Важной целью политики остается поддержка экономической активности, а в случае затянувшегося снижения темпов роста потенциальным источником стимулов для экономики может стать дальнейшая либерализация денежно-кредитных условий, до тех пор пока инфляционные ожидания и темпы базовой инфляции остаются надежно ограниченными.

Специальный раздел о вторичных эффектах. Международные вторичные эффекты вследствие сокращения заемных средств банками зоны евро

Банки зоны евро проводили сокращение своих активов, что вызывало обеспокоенность возможным сокращением кредита и последствиями для роста реального ВВП и финансовой стабильности не только в зоне евро, но и других регионах мира. В настоящем специальном разделе о вторичных эффектах анализируются потенциальные вторичные эффекты, которые может вызвать уменьшение использования заемных средств банками зоны евро в других странах.

Обеспокоенность глобальными вторичными эффектами, которые может создать сокращение заемных средств банками зоны евро, обусловлена принципиальной ролью, которую эти банки играют во всех сферах глобального кредитования. Это включает межбанковское финансирование, небанковский частный кредит (в том числе финансирование торговых операций) и, в меньшей степени, кредитование государственного сектора. Недавние трехлетние более долгосрочные операции рефинансирования (ДСОР), проводимые Европейским центральным банком (ЕЦБ), вероятно, стали ключевым элементом в сглаживании оказывавшегося на банки зоны евро давления в сторону сокращения доли используемых заемных средств, но, как объясняется в апрельском выпуске «Доклада по вопросам глобальной финансовой стабильности» 2012 года, принципиальная динамика сокращения доли заемных средств, вероятно, сохранится. Наиболее подверженными этому влиянию регионами являются страны Европы с формирующимся рынком и регион, названный «другие страны Европы с развитой экономикой»⁸. Уменьшение совокупных иностранных требований банков в третьем квартале 2011 года было пока относительно скромным по сравнению с периодом после краха Lehman Brothers в 2008 году. Однако последствия этого для некоторых стран с формирующимся рынком и региона, названного «другие страны Азии с развитой экономикой» (Австралия, Корея, Новая Зеландия, САР Гонконг, Сингапур, провинция Китая Тайвань), оказались значительными, и не ожидается, что неприятие риска, которое с начала 2012 года стало снижаться с недавно достигнутых пиковых уровней,

Основным автором является Флоранс Жомотт, помощь в работе оказывали Мин Ки Сон и Дэвид Райксфельд. Используемые в данном специальном разделе имитационные расчеты по модели подготовлены Кейко Хондзо и Стефеном Снадденом.

⁸Для данного анализа в этот регион включен Израиль, вместе с Данией, Исландией, Норвегией, Соединенным Королевством, Чешской Республикой, Швейцарией и Швецией.

в ближайшее время вернется к докризисным уровням, учитывая сохранение рисков снижения темпов роста в мире относительно прогноза. Имитационные расчеты для сокращения доли используемых заемных средств банками зоны евро указывают на то, что оно может оказать умеренное влияние на рост в некоторых регионах. Хотя текущие базисные прогнозы ПРМЭ уже учитывают некоторое сокращение заемных средств, даже умеренное дополнительное влияние на рост вследствие более значительного, чем ожидалось, сокращения заемных средств будет вызывать опасения в условиях текущего неуверенного подъема и идущей бюджетной консолидации⁹. Хотя, возможно, произойдет некоторая компенсация за счет других источников финансирования, риск более сильной финансовой напряженности и последствий для экономической активности сохраняется, особенно если сокращение используемых заемных средств европейскими банками спровоцирует широкое и резкое повышение степени неприятия риска.

Давление на банки зоны евро в сторону уменьшения использования заемных средств и каналы распространения вторичных эффектов

Несколько факторов создали давление на банки зоны евро в сторону уменьшения ими своих активов. Во-первых, рыночное финансирование стало дорогостоящим и дефицитным вследствие негативных обратных взаимосвязей между кризисом суверенных обязательств и банковскими балансами, а также из-за общего недостатка доверия между контрагентами в финансовой системе. Хотя операции ЕЦБ способствуют снижению напряженности с финансированием, представляется, что разворачивается фундаментальная динамика, направленная на уменьшение использования заемных средств. Рынки подвергают сомнению бизнес-модель банков, в значительной степени опирающуюся на оптовое финансирование для повышения левериджа. Во-вторых, некоторые банки продолжают иметь недостаточный капитал, и снижение цен на акции банков привело к тому, что

⁹Влияние сокращения заемных средств на экономический рост, освещенное в данном специальном разделе (и апрельский выпуск «Доклада по вопросам глобальной финансовой стабильности» 2012 года), не рассматривается относительно базисного прогноза ПРМЭ, который с сентября 2011 года уже включает некоторое сокращение доли заемных средств.

привлечение частного капитала стало более сложной и дорогостоящей задачей. И наконец, в ответ на такое развитие событий европейские директивные органы осенью 2011 года потребовали от банков повысить коэффициенты базового капитала первого уровня до 9 процентов и сформировать чрезвычайные резервы капитала для открытых позиций по суверенному долгу к 30 июня 2012 года с целью восстановления стабильности и доверия, а также для поддержания кредитования реальной экономики. Однако планы банков по уменьшению использования заемных средств, представленные в Европейскую банковскую организацию, указывают на то, что, как ожидается, сокращение будет проходить при поддерживающих мерах в отношении капитала, что должно ограничить негативное влияние на кредитование реальной экономики.

Уменьшение использования заемных средств банками может иметь нежелательные последствия для экономической активности и финансовой стабильности. Сокращение банковского кредита ведет к формированию более жестких условий финансирования и снижению экономического роста. В случае реальной экономической активности это объясняется тем, что банки играют особую роль посредников между субъектами, создающими сбережения, и заемщиками (Adrian, Colla, and Shin, 2012). Когда банк уменьшает свои активы и обязательства, инвесторы, которые ранее предоставляли кредитные средства банкам, могут направить ресурсы в реальную экономику иным образом (например, путем покупки корпоративных облигаций). Однако инвесторы, как правило, требуют более высокой доходности, поскольку у них меньше возможностей решать проблемы асимметричности информации, они менее склонны к риску и, в отличие от банков, не используют левверидж для предоставления более дешевого кредита¹⁰. Что касается финансовой стабильности, уменьшение банковского финансирования для других финансовых организаций может создать критическую ситуацию в области финансирования. Среди банков могут начать распространяться срочные распродажи активов, что потенциально ведет к порочному кругу продаж и дальнейшего снижения цен. Крупные изъятия инвестированных средств иностранными дочерними предприятиями могут существенно ослабить цены акций финансовых организаций, как это недавно произошло в Латинской Америке. И наконец,

¹⁰Кроме того, малые и средние предприятия сильно зависят от банковского кредита и практически не имеют доступа к финансированию за счет облигации или выпуска акций.

продажи суверенных облигаций могут усилить критическое положение с финансированием суверенных заемщиков, что создаст негативные эффекты обратной связи для банков и реальной экономики.

Сокращение доли заемных средств банками зоны евро может сказаться на других регионах мира, особенно если банки исходно сосредоточивают свои меры по сокращению заемных средств за пределами своих стран происхождения, на что указывает имеющаяся на рынке информация (см. апрельский выпуск «Доклада по вопросам глобальной финансовой стабильности» 2012 года)¹¹. Первым прямым каналом международного распространения вторичных эффектов является изъятие банками зоны евро своих требований к другим странам. Однако за этим могут последовать эффекты второго раунда, если потеря иностранными банками (особенно активными на международном уровне банками Соединенного Королевства и США) финансирования со стороны зоны евро заставит их также сократить использование заемных средств. В зависимости от степени изъятия финансирования сокращение заемных средств может привести к подрыву уверенности на глобальном уровне с более широкими последствиями. С повышением степени неприятия риска на глобальном уровне страны с формирующимся рынком, вероятно, столкнутся с общим оттоком капитала, тогда как страны-эмитенты международных резервных валют или имеющие емкие внутренние финансовые рынки (Япония, США) могут столкнуться с притоком капитала вследствие «бегства к безопасности», сопровождающимся повышением курсов их валют. В этом случае в качестве меры подверженности данному риску следует использовать не величину требований зоны евро к стране, а совокупные иностранные требования. И наконец, может пострадать экспорт иностранных государств, если проводимое банками зоны евро сокращение заемных средств на внутреннем рынке вызовет снижение роста в зоне евро¹².

¹¹Причин для этого может быть несколько. Во-первых, эти активы могут не быть частью их основной деятельности. Во-вторых, может существовать меньший риск негативного влияния на показатели функционирования банка вследствие уменьшения его прибыли и увеличения необслуживаемых кредитов из-за ухудшения экономической ситуации за пределами страны. И наконец, в недавно выпущенных руководящих принципах Европейской банковской организации приветствуется поддержание потока кредита в страны ЕС. При этом некоторые банковские группы могут предпочесть не сокращать используемые заемные средства в стратегически важных странах с формирующимся рынком, которые характеризуются высокой прибылью.

¹²Возникновение критического положения в банках зоны евро также скажется на других регионах через требования этих регионов к зоне евро, но этот канал воздействия выходит за рамки рассматриваемой темы сокращения заемных средств.

Общие характеристики подверженности риску и уязвимости

Важная роль, которую играют банки зоны евро в мировом кредитовании, служит основанием для обеспокоенности по поводу сокращения заемных средств этими организациями и последствиями для других регионов мира. Согласно данным Банка международных расчетов (БМР), банки зоны евро являются одними из крупнейших держателей иностранных банковских требований в мире вообще и по каждому из секторов кредитной деятельности, имея доли от 25 до 40 процентов (даже без учета кредитования других стран зоны евро, см. рис. 2.СР.1). Кроме того, значительная доля иностранных требований банков зоны евро имеет срок меньше одного года, вследствие чего закрытие этих позиций является несложной задачей. Особенно уязвимым может быть коммерческий кредит: сроки погашения данного вида кредита обычно являются короткими, а банки зоны евро являются одними из крупнейших участников этого рынка во всех регионах¹³.

Регионами, в наибольшей степени подверженными риску в связи с иностранными требованиями банков зоны евро, являются другие страны Европы с развитой экономикой и страны Европы с формирующимся рынком (рис. 2.СР.2)^{14,15}. Финансовые центры во всем мире также характеризуются сильной подверженностью этому риску. Япония и развивающиеся страны Азии представляют наименее подверженные регионы. Страны Европы с фор-

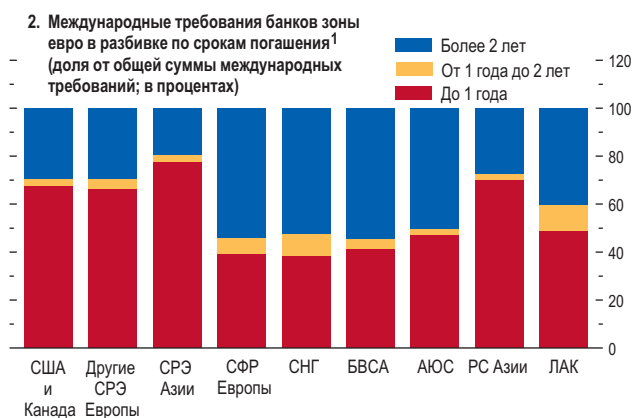
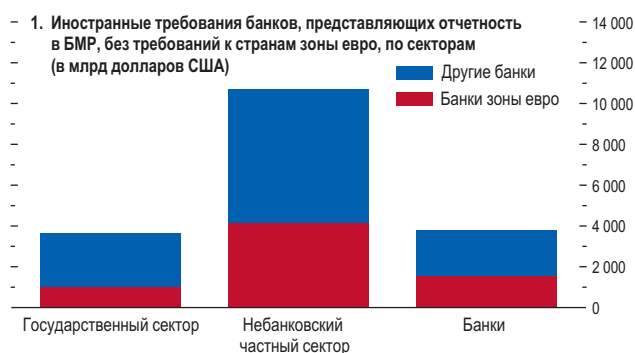
¹³Финансирование торговли с посреднической ролью банков составляет примерно 35–40 процентов от совокупного финансирования торговли. Еще одним нишевым рынком, который может оказаться под ударом, является проектное финансирование.

¹⁴Рассматриваемые в данном анализе регионы имеют следующий состав: Северная Америка включает Канаду и США; другие страны Европы с развитой экономикой включают Данию, Израиль, Исландию, Норвегию, Соединенное Королевство, Чешскую Республику, Швейцарию, Швецию; другие страны Азии с развитой экономикой включают Австралию, САР Гонконг, Корею, Новую Зеландию, Сингапур, провинцию Китая Тайвань. Страны Европы с формирующимся рынком, Содружество Независимых Государств (СНГ), развивающиеся страны Азии, Латинская Америка и Карибский бассейн (ЛАК), Ближний Восток и Северная Африка (БВСА) и Африка к югу от Сахары (АЮС) определяются согласно классификации, приводимой в статистическом приложении. Финансовые центры включены в совокупные показатели по регионам, к которым они относятся, поскольку часто они являются узлами регионального финансирования и потому могут создавать вторичные эффекты для остальной части своего региона.

¹⁵Это касается всех секторов (частного, государственного, банков). Северная Америка и другие страны Азии с развитой экономикой также характеризуются относительной подверженностью риску в банковском секторе, а регион ЛАК — в государственном секторе.

Рисунок 2.СР.1. Участие банков зоны евро в мировом кредитовании, сентябрь 2011 года

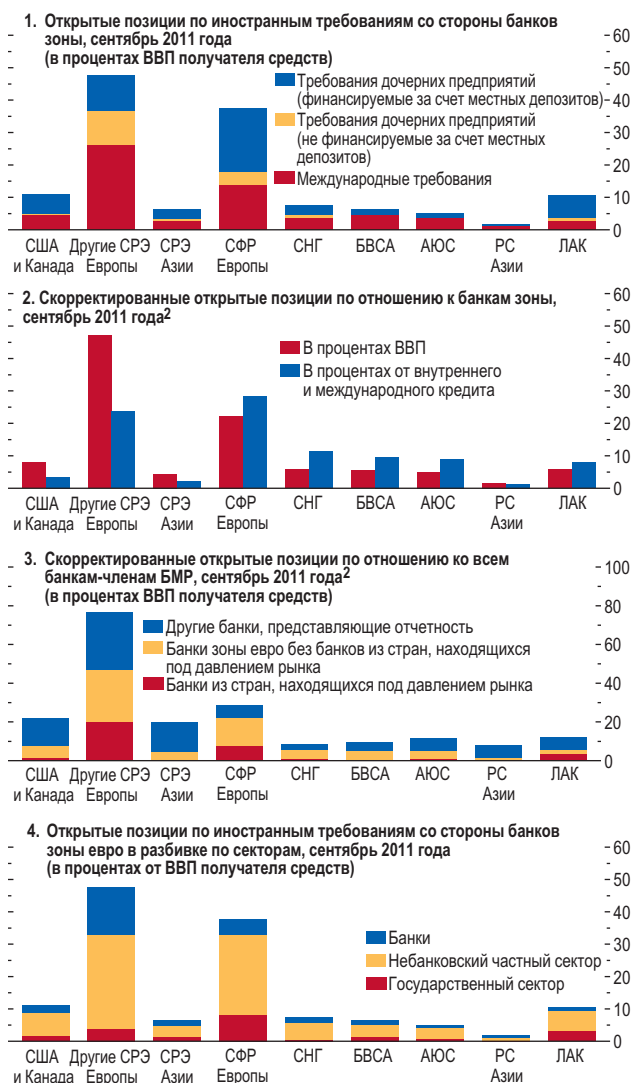
Принципиальная роль, которую играют банки зоны евро в мировом кредитовании, и краткосрочный характер значительной части их иностранных требований создают серьезные основания для беспокойства в связи с сокращением ими заемных средств.



Источники: Банк международных расчетов (БМР) и расчеты персонала МВФ.
¹Страны Азии с развитой экономикой (СРЭ Азии): Австралия, САР Гонконг, Корея, Новая Зеландия, Сингапур, провинция Китая Тайвань и Япония; СНГ: Содружество Независимых Государств; PC Азии: развивающиеся страны Азии; СФР Европы: страны Европы с формирующимся рынком; ЛАК: Латинская Америка и Карибский бассейн; БВСА: Ближний Восток и Северная Африка; другие страны Европы с развитой экономикой (другие СРЭ Европы): Дания, Израиль, Исландия, Норвегия, Соединенное Королевство, Чешская Республика, Швейцария, Швеция; АЮС: страны Африки к югу от Сахары.

Рисунок 2.СР.2. Открытые позиции регионов по отношению к иностранным требованиям банков¹

Регионами, имеющими наибольшие открытые позиции по иностранным требованиям со стороны банков зоны евро, являются другие страны Европы с развитой экономикой и страны Европы с формирующимся рынком. Это утверждение сохраняет справедливость, даже если не принимать во внимание банковские требования дочерних предприятий, финансируемые за счет местных депозитов (и имеющие меньшую вероятность их изъятия), или если учитывать различия в идущем повышении емкости финансового рынка в регионах. Совокупные показатели внешних открытых позиций свидетельствуют о значительно большем потенциале для более широкой уязвимости, особенно в других странах Европы с развитой экономикой, странах Азии с развитой экономикой и в Северной Америке.



Источники: Банк международных расчетов (БМР), Cerutti, Claessens, and McGuire (2011) и оценки персонала МВФ.

¹Страны Азии с развитой экономикой (СРЭ Азии): Австралия, САР Гонконг, Корея, Новая Зеландия, Сингапур, провинция Китая Тайвань и Япония; СНГ: Содружество Независимых Государств; РС Азии: развивающиеся страны Азии; СФР Европы: страны Европы с формирующимся рынком; ЛАК: Латинская Америка и Карибский бассейн; БВСА: Ближний Восток и Северная Африка; другие страны Европы с развитой экономикой (другие СРЭ Европы): Дания, Израиль, Исландия, Норвегия, Соединенное Королевство, Чешская Республика, Швейцария, Швеция; АЮС: страны Африки к югу от Сахары.

²Скорректированные открытые позиции по отношению к банкам, представляющим отчетность в БМР, определяются как сумма международных требований, забалансовых формальных обязательств по предоставлению кредита и требований дочерних предприятий, не финансируемых за счет местных депозитов. См. Cerutti, Claessens, and McGuire (2011). Страны, находящиеся под давлением рынка: Бельгия, Греция, Ирландия, Испания, Италия, Португалия.

мирующимся рынком и другие страны Европы с развитой экономикой остаются наиболее подверженными риску регионами, даже если принять во внимание, что часть иностранных требований финансируется за счет местных депозитов в дочерних предприятиях и потому существует меньшая вероятность их изъятия (Cerutti, Claessens, and McGuire, 2011), или если учитывать различия в идущем повышении финансовой емкости в регионах¹⁶. Регионы, которые напрямую подвержены риску со стороны банков из стран зоны евро, оказавшихся под давлением рынка, таких как Греция, Ирландия, Италия, Португалия, Испания и Бельгия, в отличие от остальной зоны евро, могут быть в более уязвимом положении. В случае большинства регионов подавляющая часть открытых позиций приходится на банки из центральных стран зоны евро. Но банки из стран, оказавшихся под давлением рынка, имеют значительные требования в других частях группы стран Европы с развитой экономикой (Ирландия), в странах Европы с формирующимся рынком и в Латинской Америке (Испания).

Если произойдет существенное повышение степени неприятия риска на глобальном уровне, в определении того, насколько это повлияет на отдельные страны, ключевую роль будут играть более широкие аспекты уязвимости. Если принимать во внимание совокупную внешнюю открытую позицию по отношению к банкам (не только банкам зоны евро), потенциал для более широкой уязвимости оказывается существенно выше, особенно в группе других стран Европы с развитой экономикой, но также и в странах Азии и Северной Америки с развитой экономикой. При рассмотрении более широких показателей, особенно уязвимыми представляются страны Европы с формирующимся рынком и СНГ (рис. 2.СР.3). Несмотря на резкое сокращение дефицита счетов текущих внешнеэкономических операций, эти страны имеют крупные потребности во внешнем финансировании и низкое резервное покрытие краткосрочного долга и дефицита счета текущих операций. Значительная часть государственного долга финансируется из внешних источников, и ряд этих стран имеет

¹⁶Скорректированный показатель, предложенный в работе Cerutti, Claessens, and McGuire (2011), содержит две корректирующие величины, частично компенсирующие друг друга. С одной стороны, вычет иностранных требований, финансируемых за счет внутренних депозитов, уменьшает размеры открытой позиции. С другой стороны, в показатель дополнительно включаются забалансовые формальные обязательства (такие как неиспользованные кредитные линии и гарантии по коммерческим кредитам), чтобы он отражал максимальную открытую позицию.

крупные потребности в финансировании бюджета. И наконец, они имеют высокую долю выраженных в иностранной валюте займов, что, в случае давления со стороны обменного курса, может создать значительные отрицательные балансовые эффекты для частного сектора, а также может подвергнуть банки косвенному валютному риску. Регион БВСА также характеризуется некоторой уязвимостью, учитывая потребности в пролонгации значительных объемов государственных обязательств в некоторых странах, что может вызвать проблемы, если внутренние источники финансирования государства, такие как банки, окажутся под влиянием кризиса в зоне евро. Потребности в пролонгации внешних обязательств также очень велики, но при этом большинство стран региона имеют значительные международные резервы.

В более общем смысле риск является более высоким, поскольку имеющееся пространство для проведения мер политики является значительно более ограниченным, чем в период сокращения заемных средств после краха Lehman Brothers, когда были возможны массовые вливания ликвидности и программы рекапитализации в силу наличия щедрого бюджетного пространства и более широких возможностей для интервенций центральных банков.

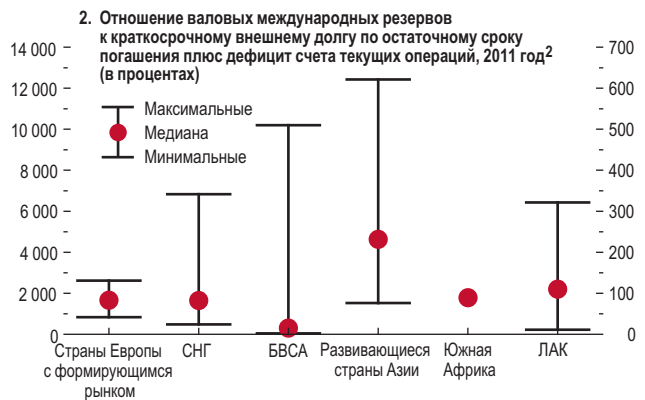
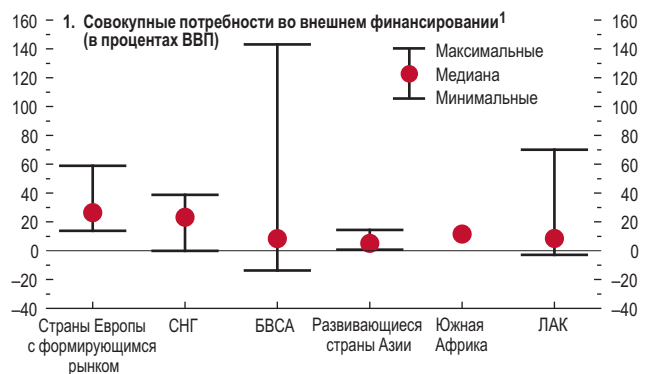
Насколько значительным было сокращение заемных средств до настоящего момента?

Согласно консолидированным данным БМР, в которых отражается международное сокращение банками заемных средств, за третий квартал 2011 года (самые последние имеющиеся данные) банки зоны евро уменьшили свои (скорректированные) иностранные требования на 3 процента. В целом иностранные банковские требования по миру уменьшились лишь на ½ процента благодаря некоторой компенсации со стороны банков из Северной Америки и Японии (рис. 2.СР.4)¹⁷. Общее сужение операций на настоящий момент является небольшим по сравнению с кризисом 2008 года, когда глобальные иностранные требования сократились примерно на 20 процентов (хотя это происходило в течение нескольких кварталов). Но с июня 2011 года сокращение иностранных требований сказывалось в большей степени на регионах вне зоны евро, особенно на странах Европы с формирующимся рынком, ЛАК, АЮС и странах Азии с раз-

¹⁷На основе данных БМР по консолидированным иностранным требованиям на базе конечного источника риска с поправками на обменный курс и разрывы рядов (Cerutti, 2012).

Рисунок 2.СР.3. Региональные факторы уязвимости

Страны Европы с формирующимся рынком и Содружества Независимых Государств (СНГ) также имеют более широкие факторы внешней уязвимости, которые могут вызывать их большую подверженность опасности в случае существенного повышения степени неприятия риска на глобальном уровне.



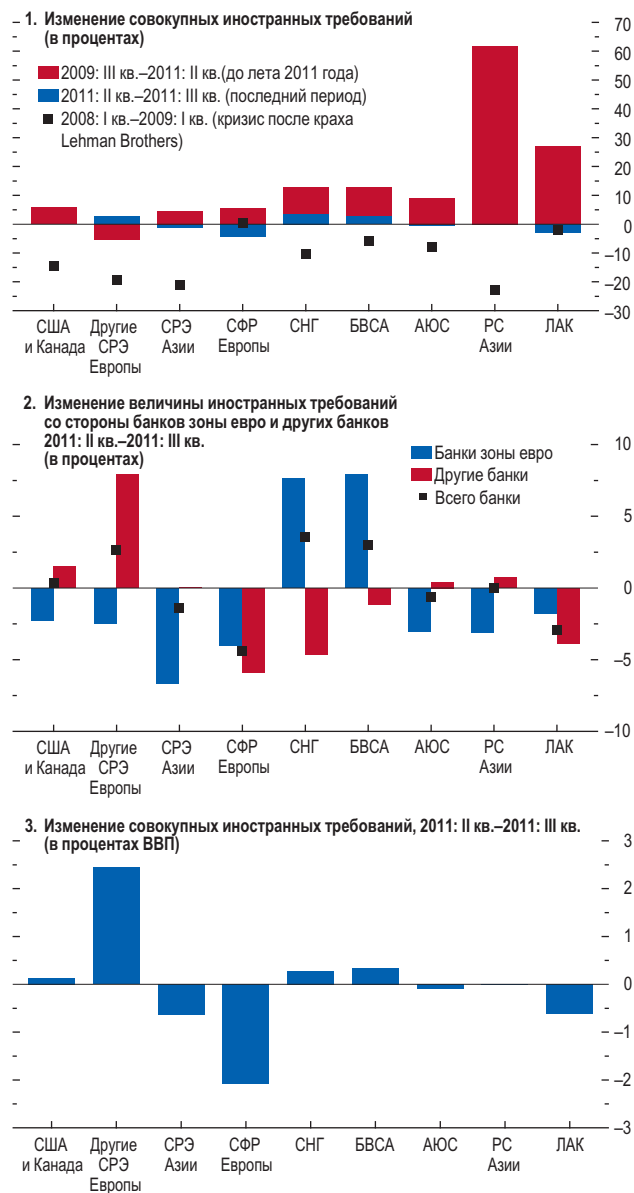
Источник: расчеты персонала МВФ.

¹СНГ: Содружество Независимых Государств; БВСА: Ближний Восток и Северная Африка; ЛАК Латинская Америка и Карибский бассейн.

²БВСА на левой шкале, остальные на правой.

Рисунок 2.СР.4. Динамика скорректированных иностранных требований банков с течением времени¹

С июня 2011 года происходило сокращение иностранных требований в мире, сказавшееся на нескольких странах с формирующимся рынком, а также на странах Азии с развитой экономикой. Помимо сокращения требований со стороны банков зоны евро, некоторые страны с формирующимся рынком пострадали от оттока средств со стороны банков не из зоны евро, тогда как в странах с развитой экономикой отмечался приток финансирования из стран, не входящих в зону евро.



Источники: Банк международных расчетов (БМР) и оценки персонала МВФ.

¹На основе данных БМР по консолидированным иностранным требованиям на базе конечного источника риска с поправками на обменный курс и разрывы рядов (Cerutti, 2012). Страны Азии с развитой экономикой (СРЭ Азии): Австралия, САР Гонконг, Корея, Новая Зеландия, Сингапур, провинция Китая Тайвань и Япония; СНГ: Содружество Независимых Государств; РС Азии: развивающиеся страны Азии; СФР Европы: страны Европы с формирующимся рынком; ЛАК: Латинская Америка и Карибский бассейн; БВСА: Ближний Восток и Северная Африка; другие страны Европы с развитой экономикой (другие СРЭ Европы): Дания, Израиль, Исландия, Норвегия, Соединенное Королевство, Чешская Республика, Швейцария, Швеция; АЮС: страны Африки к югу от Сахары.

витой экономикой¹⁸. Помимо уменьшения финансовых требований со стороны банков зоны евро, некоторые страны с формирующимся рынком столкнулись с оттоком финансирования со стороны не относящихся к зоне евро банков, в то время как в странах с развитой экономикой отмечался приток такого финансирования, что может свидетельствовать о повышении степени неприятия риска на глобальном уровне¹⁹. Совокупные иностранные банковские требования снизились на 2 процентных пункта ВВП в странах Европы с формирующимся рынком и на 0,6 процентного пункта ВВП в Латинской Америке и Карибском бассейне и странах Азии с развитой экономикой²⁰. Кроме того, в третьем и четвертом кварталах 2011 года банки зоны евро существенно ужесточили стандарты предоставления кредитов, что отражало затруднение доступа к рыночному финансированию и более слабую экономическую активность. И ожидается дальнейшее ужесточение в начале 2012 года.

В течение третьего и четвертого кварталов 2011 года в странах с формирующимся рынком отмечалось значительное ухудшение общих условий кредитования по самым различным направлениям (в том числе сокращение доли используемых заемных средств отечественными банками). Наиболее заметно это было в странах Европы с формирующимся рынком, в Африке и на Ближнем Востоке. Данные о росте реального кредита частному сектору пока не показывают значительного изменения тенденции, но эти данные регистрируются с задержкой²¹. Основной причиной ужесточения условий кредитования было ухудшение условий международного ры-

¹⁸В то время как обсуждение сосредоточено на крупных регионах, последствия сокращения заемных средств в рамках некоторых регионов были неоднородными. Характерные для конкретных стран факторы играли и продолжают играть принципиальную роль.

¹⁹Однако самые последние данные о потоках средств в страны с формирующимся рынком указывают на то, что степень неприятия риска на глобальном уровне снова снизилась.

²⁰В наибольшей степени сократились требования к небанковскому частному сектору. Однако, поскольку данные консолидированы по банковским группам, они могут отражать уменьшение кредитов дочерним предприятиям, которые использовались для кредитования небанковского сектора. Требования к (не являющимся членами собственной группы) банкам на настоящий момент сократились в основном в Европе, а в других регионах этот сдвиг был несущественным. Требования к частному сектору заметно уменьшились в странах Европы с формирующимся рынком и в Латинской Америке.

²¹Рост кредита в большинстве стран с формирующимся рынком (за исключением регионов БВСА и АЮС) остается на высоком уровне и является слабым или отрицательным в большинстве регионов с развитой экономикой (за исключением группы других стран Азии с развитой экономикой).

ночного финансирования, и большинство респондентов во всех регионах объяснили это ужесточение в сфере кредитования, по крайней мере частично, финансовой напряженностью в зоне евро²². Некоторое ужесточение условий также наблюдалось в крупнейших странах с развитой экономикой (Япония, Соединенное Королевство, США). С лета повышалась напряженность с финансированием в долларах США, однако ситуация несколько смягчилась, когда в ноябре шесть крупных центральных банков приняли решение снизить процентную ставку по линиям свопов в долларах и продлить действие механизмов свопов до 1 февраля 2013 года. После событий в зоне евро осенью 2011 года в банках всего мира отмечалось повышение спредов по свопам кредитного дефолта (СКД), но в последнее время они несколько снизились.

Заметны были также признаки давления в сфере финансирования торговли, но пока оно остается легко управляемым. Обследования торгового финансирования указывают на ухудшение условий предложения кредитов вследствие финансовых ограничений (меньше кредита или ликвидности доступно в банках-контрагентах и меньше кредита от международных финансовых организаций), что отражает, по крайней мере частично, сокращение заемных средств банками зоны евро²³. Но до настоящего момента это больше сказывалось на ценах, чем на объемах, поскольку другие банки расширили свои операции в этой сфере, заполнив образовавшиеся пробелы²⁴.

И наконец, повсеместно сокращался выпуск ценных бумаг на рынках акций и облигаций (в качестве альтернативы банковскому кредиту), но новейшие данные о потоках средств в страны с формирующимся рынком показывают активный приток в последнее время, что свидетельствует о вероятном снижении степени неприятия риска на глобальном уровне (см. главу 1).

Насколько сильное влияние на рост?

Влияние сокращения банковского кредита на рост зависит от нескольких факторов: 1) того, в какой

²²Институт международных финансов, Обследование условий банковского кредитования в странах с формирующимся рынком.

²³Институт международных финансов, Обследование условий банковского кредитования в странах с формирующимся рынком и ICC-IMF Market Snapshot, January 2012.

²⁴Обеспокоенность также вызывает долгосрочное финансирование торговли и проектное финансирование, для которого закрылся рынок формирования синдицированных займов. При этом новым организациям сложно войти в эту сферу вследствие сложности контрактов.

степени другие источники финансирования могут заместить кредит, 2) эволюции спроса на кредит и 3) потенциала для политического маневра в различных регионах для ответных мер на ужесточение ситуации с финансированием. Что касается замещения банковского кредита другим финансированием, хотя полная компенсация представляется маловероятной (см. выше), другие источники финансирования могли бы в существенной степени заполнить обнаружившийся пробел. Во многих странах капитализация внутренних финансовых систем представляется в среднем хорошей, и потому они могут иметь достаточный потенциал для закрытия недостатков финансирования²⁵. В общем случае страны с активным внутренним ростом могут быть в лучшем положении для замещения внешних источников финансирования благодаря здоровому состоянию банковского и корпоративного секторов. Заменой банковских кредитов в странах с развитой экономикой могут стать рынки акций и облигаций, но в странах с формирующимся рынком эти рынки по-прежнему имеют небольшие размеры относительно масштабов экономики. Потенциал такой компенсации финансирования будет в огромной степени зависеть от уровня неприятия риска на глобальном уровне. Если уменьшение использования заемных средств банками зоны евро приведет к существенному повышению глобального неприятия риска, вероятно общее сокращение всех источников финансирования.

Влияние сокращения заемных средств банками на рост также зависит от спроса на кредит. Например, когда домашние хозяйства или предприятия с чрезмерным уровнем задолженности пытаются улучшить состояние своих балансов, сокращение заемных средств банками не окажет столь существенного сдерживающего влияния и может не способствовать дополнительному снижению роста, помимо того, которое уже отражено в сокращении спроса на кредит. Поэтому ослабление спроса на кредит в некоторых из наиболее подверженных риску регионов, таких как страны Европы с формирующимся рынком и некоторые страны с развитой

²⁵Представляется, что в большинстве регионов банки в среднем имеют достаточно высокую капитализацию, учитывая, что капитал первого уровня составляет существенно выше 9 процентов от взвешенных по риску активов, отмечаются высокая норма прибыли на собственный капитал (кроме как в США и в Соединенном Королевстве) и небольшое количество необслуживаемых кредитов (кроме стран Европы с формирующимся рынком и некоторых стран СНГ). Однако это не отрицает возможных рисков финансовой нестабильности. Извлеченный из кризиса урок заключается в том, что небольшая группа финансовых организаций может вызывать крах всей финансовой системы, даже если она в среднем является надежной и здоровой.

экономикой (зона евро, Соединенное Королевство, США, Япония), может смягчить ущерб, наносимый росту сокращением кредита. В других странах с формирующимся рынком, особенно в Азии и Латинской Америке, спрос на кредит держится на высоком уровне, но активный экономический рост может привести к образованию дополнительных источников финансирования, которые могут заменить собой банковское кредитование.

И наконец, в странах с достаточным потенциалом для проведения политики директивные органы могут иметь возможность компенсировать часть последствий сокращения заемных средств за счет проведения более либеральной налогово-бюджетной или денежно-кредитной политики. По сравнению с 2007 годом состояние государственных финансов в большинстве регионов, измеряемое сальдо бюджета и величиной государственного долга, существенно ухудшилось, особенно в странах с развитой экономикой. Уровни долга и дефицита в среднем остаются более умеренными в странах с формирующимся рынком, но некоторые страны (например, страны Европы с формирующимся рынком и СНГ) не имеют свободного бюджетного потенциала и фактически могут оказаться вынужденными ужесточать налогово-бюджетную политику в случае возобновления спада по причине давления на стороне финансирования бюджета. Страны с развитой экономикой (зона евро, Соединенное Королевство, США, Япония) уже имеют очень низкие процентные ставки и близки к тому, чтобы столкнуться с нулевым барьером, за которым невозможна дальнейшая либерализация денежно-кредитной политики, либо уже достигли этого барьера. Возможности смягчения денежно-кредитных условий могут быть ограничены также в некоторых странах с формирующимся рынком, где отмечается инфляционное давление (Индия, Индонезия, Корея) или где еще не завершена работа над последствиями предыдущего расширения кредита (Китай). Однако в этих странах сокращение кредита будет способствовать снижению давления в сторону перегрева экономики.

Имитационные расчеты последствий сокращения заемных средств

Чтобы проиллюстрировать потенциальное влияние уменьшения использования заемных средств банками на рост в различных регионах мира, мы используем базисный сценарий сокращения заемных средств европейскими банками, описанный в «Докладе по вопросам глобальной финансовой

стабильности». Этот сценарий характеризуется следующим: 1) напряженность с финансированием, частично компенсируемая двумя ДСОР ЕЦБ; 2) 9-процентный коэффициент базового капитала первого уровня к июню 2012 года; 3) объявленные планы сокращения заемных средств; 4) прогресс в направлении чистого стабильного коэффициента финансирования, налагаемого системой «Базель III»; 5) асимметрия в пользу собственных стран, т.е. банки проводят сокращение использования заемных средств сначала за пределами Европейского союза, затем в Европейском союзе, но не в своей стране происхождения, и наконец, в своей стране происхождения. В этом сценарии более 50 процентов сокращения кредита, предоставляемого банками зоны, происходит вне зоны евро, а крупнейшие его сокращения относительно ВВП вне зоны евро приходятся на группу, включающую страны Европы с формирующимся рынком, СНГ и другие развивающиеся страны (особенно из регионов БВСА и АЮС) (рис. 2.СР.5). Эти суммы сокращений заемных средств представлены относительно сценария без сокращения заемных средств. Некоторое сокращение заемных средств, вероятно, планировалось банками еще до сентября 2011, что соответствует составленным персоналом МВФ прогнозам вялого роста, а некоторая часть, по всей видимости, была спровоцирована развитием событий с сентября.

Имитационные расчеты влияния, которое может оказать сокращение заемных средств, проведены с помощью Модели глобальной экономики МВФ, представляющей собой квартальную динамическую стохастическую модель общего равновесия с несколькими регионами. В этих имитационных расчетах сокращение регионального банковского кредита, рассчитанное в сценарии «Доклада по вопросам глобальной финансовой стабильности», калибруется по увеличению корпоративного спреда региона²⁶. Следует отметить, что имитационные расчеты

²⁶Модель калибруется таким образом, чтобы она отражала имеющиеся оценки, указывающие на то, что 1-процентное сокращение кредита ведет к снижению роста примерно на 0,35 процентного пункта. Оценки имеются по зоне евро, странам Европы с формирующимся рынком и США, но сходный коэффициент используется для всех регионов. Важным допущением в расчетах по модели является то, что возможная реакция денежно-кредитной политики на замедление темпов роста в зоне евро, США и Японии ограничивается нулевым пределом для номинальной процентной ставки. Нулевой нижний предел для номинальной процентной ставки особенно негативно сказывается на росте в США (по сравнению с Японией или зоной евро) вследствие высокой гибкости цен: снижение цен вследствие более слабой экономической активности подталкивает вверх реальные процентные ставки, что наносит еще больший ущерб экономической активности.

по модели имеют некоторые ограничения, свидетельствующие о том, что оценки, возможно, показывают верхние границы вероятного воздействия изменений в предложении кредита на экономический рост. 1) Модель не включает компенсирующий вклад со стороны других источников финансирования, в том числе отечественных банков. 2) В имитационных расчетах нет возможности провести различие между предложением кредита и спросом на кредит, поэтому в них может завышаться влияние изменений в предложении кредита для некоторых регионов. 3) Ответные меры денежно-кредитной политики в зоне евро, США и Японии ограничиваются нулевым порогом номинальных процентных ставок и не принимают во внимание возможность дальнейшего количественного ослабления политики в рамках менее благоприятного сценария. Самые значительные последствия сокращения заемных средств отмечаются в зоне евро, где величина снижения темпов роста в 2012 и 2013 годах составляет, соответственно, 0,9 и 0,6 процентного пункта. За пределами зоны евро — в США, Японии, странах Азии с формирующимся рынком и Латинской Америке — влияние на рост оказывается лишь незначительным, главным образом через уменьшение экспорта вследствие снижения роста в зоне евро. Последствия для роста в других странах (которые включают страны Европы с формирующимся рынком, СНГ и регионы БВСА и АЮС) оказываются более значительными, особенно в 2012 году (в размере примерно 0,8 процентного пункта). Модель не дает отдельных оценок для стран Европы с формирующимся рынком, но регрессионные оценки указывают на то, что влияние сокращения заемных средств здесь также может быть в размере 0,7 процентного пункта²⁷. Таким образом, в целом за пределами Европы сокращение доли используемых заемных средств банками окажет относительно умеренное влияние на рост.

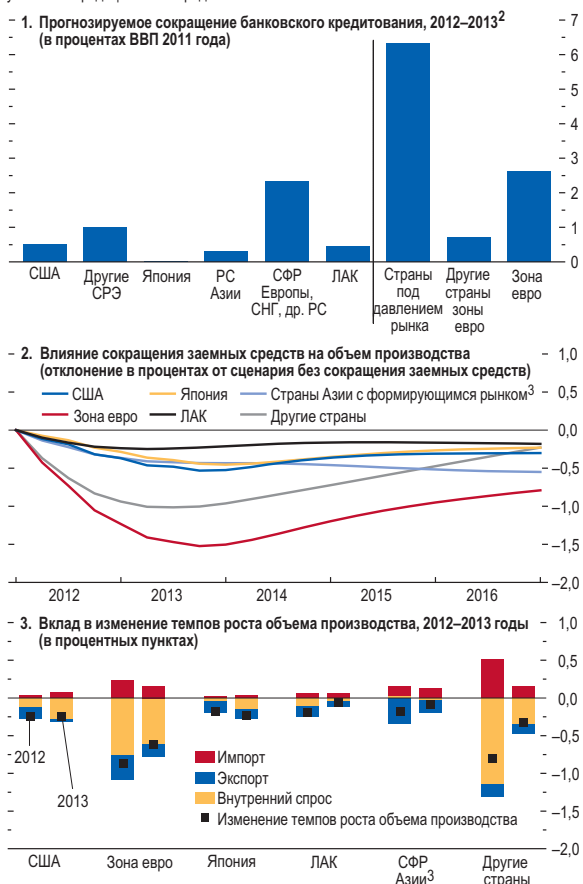
Выводы для политики

Директивные органы предпринимают меры, чтобы смягчить ожидаемые последствия сокращения заемных средств банками зоны евро и в случае необходимости должны быть готовы к дальнейшим действиям — как в зоне евро, так и в остальном мире. Для зоны евро продолжение щедрого предоставления ЕЦБ ликвидности с коротким

²⁷Оценки регрессий взяты из главы 4 октябряского выпуска «Перспектив развития региональной экономики: Европа» 2011 года.

Рисунок 2.СР.5. Потенциальное влияние сокращения заемных средств европейскими банками на рост¹

Воздействие сокращения заемных средств на рост при отсутствии какого-либо существенного повышения степени неприятия риска на глобальном уровне является очень умеренным, за исключением стран зоны евро, находящихся под давлением рынка, и группы других стран (которая включает СНГ, страны Европы с формирующимся рынком, БВСА и АЮС). Некоторая часть этого сокращения заемных средств была уже запланирована и осуществлялась еще до осени 2011 года. Эти оценки лежат ближе к верхней границе возможных эффектов. В самом деле, модель не учитывает тот факт, что некоторое компенсирующее влияние может обеспечиваться за счет других источников финансирования, в том числе отечественных банков в некоторых из стран, не входящих в зону евро; в ней не проводится различие между предложением кредита и спросом на кредит; кроме того, если произойдет ослабление роста, страны с развитой экономикой могут добиться дальнейшей либерализации денежно-кредитных условий нетрадиционными средствами.



Источник: оценки персонала МВФ.

¹На основе базисного сценария ДГФС для сокращения заемных средств европейскими банками.

²Прогнозируемое сокращение предложения банковского кредита касается 58 банков ЕС, входящих в расчеты результатов сокращения заемных средств ДГФС (базисный сценарий). В случае зоны евро и четырех из стран, входящих в группу других стран с развитой экономикой (Дания, Соединенное Королевство, Чешская Республика, Швеция), учитывается также прогнозируемое уменьшение предложения банковского кредита со стороны других отечественных банков соответствующей страны. СНГ: Содружество Независимых Государств; страны под давлением рынка: Греция, Ирландия, Испания, Италия, Португалия; РС Азии: развивающиеся страны Азии; СФР Европы: страны Европы с формирующимся рынком; ЛАК: Латинская Америка и Карибский бассейн; другие страны с развитой экономикой (др. СРЭ): Австралия, САР Гонконг, Дания, Израиль, Исландия, Канада, Корея, Новая Зеландия, Норвегия, Сингапур, Соединенное Королевство, провинция Китая Тайвань, Чешская Республика, Швейцария, Швеция; другие развивающиеся страны (др. РС): Ближний Восток и Северная Африка и страны Африки к югу от Сахары; другие страны зоны евро: Австрия, Бельгия, Германия, Кипр, Люксембург, Мальта Нидерланды Словацкая Республика, Словения, Финляндия, Франция, Эстония.

³СФР Азии: развивающиеся страны Азии и САР Гонконг, Корея, Сингапур и провинция Китая Тайвань.

и более продолжительным сроком является важнейшим средством сглаживания сокращений заемных средств. Учитывая сложившиеся на настоящий момент весьма неблагоприятные условия для привлечения частного капитала, увеличение государственного финансирования для вливания капитала в банки приведет к снижению риска серьезного ужесточения условий на рынке кредита. Превращение Европейского фонда финансовой стабильности в более привлекательный и действенный инструмент рекапитализации банков и обеспечение его достаточного финансирования будет особенно полезно для стран, оказывающихся под давлением рынка, но может также создать поддержку и для других стран (учитывая высокую взаимосвязанность финансовых систем и реальной экономики стран в зоне евро). Если представляется, что коэффициент базового капитала первого уровня в 9 процентов провоцирует быстрое сокращение заемных средств, вероятно, необходимо предоставить банкам больше гибкости в средствах восполнения своих буферных резервов капитала.

Директивные органы в остальном мире должны быть готовы к мерам по сглаживанию последствий сокращения заемных средств банками зоны

евро для роста за счет смягчения налогово-бюджетной и денежно-кредитной политики, при условии что у них есть достаточный потенциал для такого маневра. Директивные органы также должны быть готовы поддержать ликвидность в своих банковских системах, если возникнет такая необходимость. Спектр возможных вариантов простирается от линий свопов с ФРС США для смягчения дефицита долларов в тех странах, где еще не создан этот механизм, до механизмов объединения ресурсов на региональном уровне, расходования средств из крупных запасов иностранных резервов (в некоторых странах) и усиления систем гарантирования банковских вкладов. От банков с низким уровнем капитализации следует потребовать увеличения своих буферных запасов капитала. И наконец, директивные органы должны обеспечивать поддержку предложения кредита для экономических субъектов, уязвимых по отношению к его рациированию (малые и средние предприятия, домашние хозяйства), а также для финансирования торговли, возможно, в случае необходимости, за счет вмешательства через государственные программы, не внося искажений в распределение кредита.

Вставка 2.1. Взаимосвязи между востоком и западом и вторичные эффекты в Европе

После падения «железного занавеса» шел быстрый процесс региональной финансово-экономической интеграции между Западной и Восточной Европой¹. В результате также усилились и региональные вторичные эффекты. Они ярко проявились во время кризиса 2008–2009 годов и снова — осенью 2011 года, когда обострился кризис в зоне евро. В данной вставке рассматриваются особенности интеграции в последнее время и анализируются вторичные эффекты, возникающие между Западной и Восточной Европой.

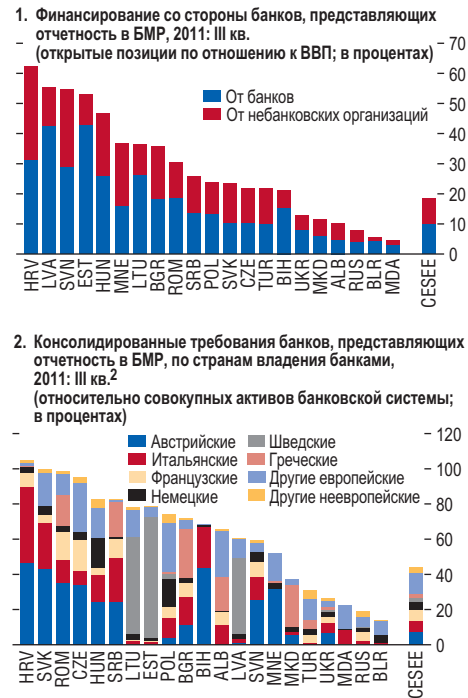
Региональная финансово-экономическая интеграция между Западной и Восточной Европой усилилась во многих областях. Двумя особенно заметными направлениями являются интеграция в банковском секторе и формирование производственных цепей в контексте более широкой общей интеграции торговли.

- Финансовый сектор в Восточной Европе пришел к тесной интеграции с банковским сектором в Западной Европе как через каналы собственности, так и через финансирование. Значительная часть банковской системы в регионе в настоящее время принадлежит западноевропейским банкам, прежде всего материнским банковским компаниям со штаб-квартирами в Австрии, Италии и Франции. В течение предкризисных лет бурного подъема материнские банковские компании увеличивали финансирование своих дочерних компаний и прямое международное кредитование небанковских организаций. Вследствие этого банкам, представляющим отчетность в Банк международных расчетов (БМР) и в большинстве своем имеющим штаб-квартиры в Западной Европе, на настоящий момент принадлежит значительная доля рынка в Восточной Европе. На их активы приходится более половины совокупных активов банковской системы в ряде стран (рис. 2.1.1).
- Быстро расширялась торговая интеграция. Восточная Европа является для Западной наиболее

Авторами настоящей вставки являются Бас Б. Баккер, Пхакава Джезакул и Юко Киношита.

¹В данной вставке «Восточной Европой» называются страны Центральной, Восточной и Юго-Восточной Европы (CESEE); к «Западной Европе» относятся зона евро, Дания, Исландия, Норвегия, Соединенное Королевство, Швеция и Швейцария.

Рисунок 2.1.1. Восточная Европа: финансовые связи с Западной Европой¹



Источники: территориальная и консолидированная банковская статистика Банка международных расчетов (БМР) (таблицы 6A, 60, 9B) и расчеты персонала МБФ.

¹ALB: Албания; BGR: Болгария; BLR: Беларусь; BIH: Босния и Герцеговина; CESEE: Центральная, Восточная и Юго-Восточная Европа; CZE: Чешская Республика; EST: Эстония; HRV: Хорватия; HUN: Венгрия; LTU: Литва; LVA: Латвия; MDA: Молдова; MKD: бывшая югославская республика Македония; MNE: Черногория; POL: Польша; ROM: Румыния; RUS: Россия; SRB: Сербия; SVK: Словацкая Республика; SVN: Словения; TUR: Турция; UKR: Украина.

²Нижний рисунок построен на базе консолидированной банковской статистики БМР, которая показывает запасы валовых активов, принадлежащих представляющим отчетность в БМР банкам, в каждой из стран CESEE. Эти активы могут финансироваться за счет внутренних ресурсов стран (например, за счет отечественных депозитов), за счет материнских банковских организаций или за счет международного оптового рынка. Хотя во многих странах CESEE финансовая интеграция заметна также по высокому объему финансирования со стороны материнских банковских организаций, в некоторых других странах (например, в Чешской Республике, Словацкой Республике) внутренние банковские системы в основном финансируются за счет отечественных ресурсов даже несмотря на то, что они принадлежат в основном западноевропейским банковским группам.

динамичным рынком экспорта, который увеличился с чуть менее 1 процента ВВП в 1995 году до примерно 3¼ процента в 2010 году. Теперь

Вставка 2.1 (продолжение)

этот экспорт больше, чем в Азию или в Западное полушарие. При этом Западная Европа является крупнейшим рынком экспорта для Восточной Европы, учитывая, что на экспорт в этом направлении приходится примерно 15 процентов ВВП региона.

- Множатся охватывающие несколько стран производственные цепи, особенно в автомобилестроении. Особенно заметно перемещение в регион части производства немецких компаний. В рамках этих производственных цепей восточноевропейские страны специализируются на конечной сборке, тогда как основные компоненты производятся в Западной Европе. Величина прямых иностранных инвестиций в регионе составляет в среднем примерно 42 процента ВВП, и большая часть их приходится на компании из Западной Европы.

В рамках этих общих тенденций степень интеграции различается между странами. Центральная Европа и страны Балтии имеют наибольшие связи с Западной Европой. Юго-Восточная Европа интегрирована в меньшей степени. Она участвует в меньшем количестве производственных цепей и имеет меньшие объемы торговли с Западной Европой.

Рост, торговля и вторичные эффекты для финансовой сферы

Учитывая тесные связи, уже давно признано, что потрясения, идущие из Западной Европы, могут сказаться на странах Восточной Европы. Однако обратные вторичные эффекты также могут быть значимыми. Рост экспорта Германии в предкризисные годы подталкивался активным спросом со стороны Восточной Европы, а резкое сжатие экономической активности в Восточной Европе в 2009 году усугубило спад в Германии². На финансовых рынках увеличение спредов по свопам кредитного дефолта (СКД) австрийских материнских банковских компаний в начале 2009 года частично было отражением их

²В течение 2003–2008 годов экспорт Германии в Центральную, Восточную и Юго-Восточную Европу рос ежегодно на 16 процентов в реальном выражении, что вносило вклад в рост совокупного экспорта в размере от 6½ процента до 8¼ процента; в 2009 году экспорт Германии в эти страны упал на 26 процентов, в результате чего сокращение экспорта страны увеличилось с 12¼ до 16¼ процента.

подверженности влиянию кризиса в некоторых восточноевропейских странах.

Самые разнообразные эмпирические модели подтверждают, что вторичные эффекты роста и торговли являются количественно значимыми, а потрясения в Западной Европе сказываются на Восточной Европе в размере практически один к одному³. В частности, векторная авторегрессионная модель, которая косвенно учитывает вторичные эффекты через множество различных каналов передачи воздействия, указывает на еще более крупные вторичные эффекты. Потрясение темпов роста в Западной Европе оказывает воздействие на рост в Восточной Европе в размере один к одному. И наоборот, потрясение темпов роста в Восточной Европе не оказывает значимого влияния на рост в Западной Европе. Однако последствия шока, исходящего из Центральной Европы на рост в Западной Европе являются статистически значимыми, а величина вторичных эффектов составляет примерно одну треть.

Модели также подтверждают значимость вторичных эффектов для финансовой сферы: финансирование со стороны западноевропейских материнских банковских компаний существенно влияет на рост кредита и внутреннего спроса в Восточной Европе. В 2003–2008 годах, когда среднегодовой рост в Восточной Европе составлял 6½ процента, финансирование со стороны западноевропейских банков вносило вклад в совокупный годовой рост ВВП этих стран в размере 1½ процентного пункта. Финансовые и торговые вторичные эффекты также взаимодействуют между собой, поскольку шоки для финансовых потоков из Западной Европы в Восточную Европу через короткое время сказываются на торговых потоках. По оценкам, 57 центов из каждого евро, поступающего в качестве банковского финансирования из Западной Европы, в конечном счете расходуются на импорт из этого региона.

Вторичные эффекты кризиса в зоне евро

До начала осени 2011 года кризис в зоне евро не оказывал почти никакого влияния на Восточную Европу. В то время как спреды СКД для периферийных стран зоне евро устойчиво росли,

³Эти модели описаны в главе 4 октябрьского выпуска «Перспектив развития региональной экономики: Европа» 2011 года.

Вставка 2.1 (окончание)

в Восточной Европе они оставались на неизменном уровне или снижались по мере восстановления региона после глубокого спада 2008–2009 годов.

Картина изменилась, когда в конце прошлого года усилился кризис в зоне евро. Банковские связи между востоком и западом оказались важным каналом передачи потрясений. Для крупных западноевропейских банков спреды СКД расширились, отражая их значительную напряженность с финансированием. Это, в свою очередь, спровоцировало крупное балансовое сокращение заемных средств, в том числе активов в Восточной Европе. Территориальная статистика БМР показывает, что в третьем квартале 2011 года открытая позиция западноевропейских банков по отношению к региону уменьшилась почти на 5 процентов, что является самым крупным сокращением за квартал со времени кризиса 2008–2009 годов. Определенную роль также играли вторичные эффекты финансовых рынков. В регионе повысились спреды СКД по суверенным обязательствам (степень повышения была различной в зависимости от базовой степени уязвимости, а особенно крупным это повышение было в случае венгерских облигаций), и возникло давление на национальные валюты.

Учитывая эти вторичные эффекты и несмотря на улучшение настроений в зоне евро, в текущем году ожидается резкое замедление роста в Восточной Европе, и имеются значительные риски снижения темпов роста относительно прогноза. Эти перспективы более

отчетливо показывают, как более глубокая финансово-экономическая интеграция и потенциал усиления международных вторичных эффектов поставил новые задачи политики для стран Восточной Европы. Основную обеспокоенность вызывает тот факт, что в течение некоторого времени финансирование от иностранных материнских банковских компаний может быть ограниченным. Меры по поддержке банковского финансирования за счет внутренних источников, в том числе внутренней депозитной базы, могут способствовать формированию условий для надлежащего расширения кредита предприятиям и потребительского кредита. Важную роль в поддержке доверия со стороны вкладчиков будет играть достаточная ликвидность и платежеспособность отечественного банковского сектора, также как и меры политики, направленные на уменьшение макроэкономических дисбалансов и уязвимости. По сравнению с 2008 годом уязвимость по некоторым из направлений является более низкой. В большинстве стран больше нет проблемы высоких дефицитов счета текущих операций. Однако в других областях уязвимость по-прежнему является высокой — во многих странах сохраняется значительный внешний долг, и продолжают представлять проблему открытые валютные позиции в балансах. Кроме того, возник целый ряд новых слабых мест — в том числе значительное число необслуживаемых кредитов и крупные бюджетные дефициты, — которые преодолены лишь частично.

Литература

- Adrian, Tobias, Paolo Colla, and Hyun Song Shin, 2012, “Which Financial Frictions? Parsing the Evidence from the Financial Crisis of 2007–09,” paper presented at the Annual Meeting of the American Economic Association, Chicago, January.
- Board of Governors of the Federal Reserve System (BGFRS), 2012, “The U.S. Housing Market: Current Conditions and Policy Considerations” (Washington).
- Cerutti, Eugenio, 2012, “Foreign Bank Default Exposures and Rollover Risks: Measurement, Evolution, and Determinants,” (unpublished; Washington: International Monetary Fund).
- , Stijn Claessens, and Patrick McGuire, 2011, “Systemic Risks in Global Banking: What Available Data Can Tell Us and What More Data Are Needed,” IMF Working Paper 11/222 (Washington: International Monetary Fund).
- Coady, David, Robert Gillingham, Rolando Ossowski, John Piotrowski, Shamsuddin Tareq, and Justin Tyson, 2010, “Petroleum Product Subsidies: Costly, Inequitable, and Rising,” IMF Staff Position Note No. 10/05 (Washington: International Monetary Fund).
- Diebold, Francis X., and Kamil Yilmaz, 2012, “Better to Give than to Receive: Predictive Directional Measurement of Volatility Spillovers,” *International Journal of Forecasting*, Vol. 28, pp. 57–66.
- International Monetary Fund (IMF), 2008, *International Financial Statistics*, IMF Statistics Department (Washington).
- , 2011, *Euro Area Policies: Spillover Report for the 2011 Article IV Consultation and Selected Issues*, IMF Country Report No. 11/185 (Washington).

Ведет ли задолженность домашних хозяйств к усилению экономических спадов и ослаблению экономического подъема? На основе анализа стран с развитой экономикой за последние три десятилетия мы приходим к выводу о том, что спады на рынках жилья и рецессии, которым предшествует большее увеличение задолженности домашних хозяйств, как правило, являются более глубокими и продолжительными. Данная зависимость согласуется с прогнозами последних теоретических моделей. Проведя ряд ситуационных исследований, мы пришли к выводу о том, что государственная политика может способствовать предотвращению затяжных спадов экономической активности при решении проблемы чрезмерной задолженности домашних хозяйств. В частности, смелые программы реструктуризации задолженности домашних хозяйств, подобные программе, осуществленной в США в 1930-х годах, или текущей программе в Исландии, позволяют существенно уменьшить бремя погашения долга, а также количество дефолтов домашних хозяйств и обращений взыскания на заложенную недвижимость. Эта политика, таким образом, позволяет избежать самоусиливающихся циклов дефолтов домашних хозяйств, дальнейшего снижения цен на жилье и дополнительного сокращения объема производства.

Задолженность домашних хозяйств резко увеличилась в годы, предшествовавшие Великой рецессии. В странах с развитой экономикой за пятилетний период до 2007 года отношение задолженности к доходу домашних хозяйств возросло в среднем на 39 процентных пунктов, достигнув 138 процентов. В Дании, Исландии, Ирландии, Нидерландах и Норвегии пик задолженности составил более 200 процентов дохода домашних хозяйств. Резкий рост задолженности домашних хозяйств до рекордных уровней также имел место в странах с формирующимся рынком, таких как Венгрия, Латвия, Литва и Эстония. Одновременный бум цен на жилье и котировок фондовых рынков привел к тому,

Основными авторами настоящей главы являются Дэниел Ли (руководитель группы), Дениз Иган, Джон Саймон и Петя Топалова; в ее подготовке также приняли участие Эдда Рос Карлсдоттир и Франек Розвадовски; помощь в работе оказывали Шан Чен и Анхела Эспириту. Внешним консультантом являлся Кристофер Кэрролл.

что отношение задолженности домашних хозяйств к активам в целом оставалось стабильным, скрывая за собой растущие риски для домашних хозяйств в случае резкого падения цен на активы (рис. 3.1).

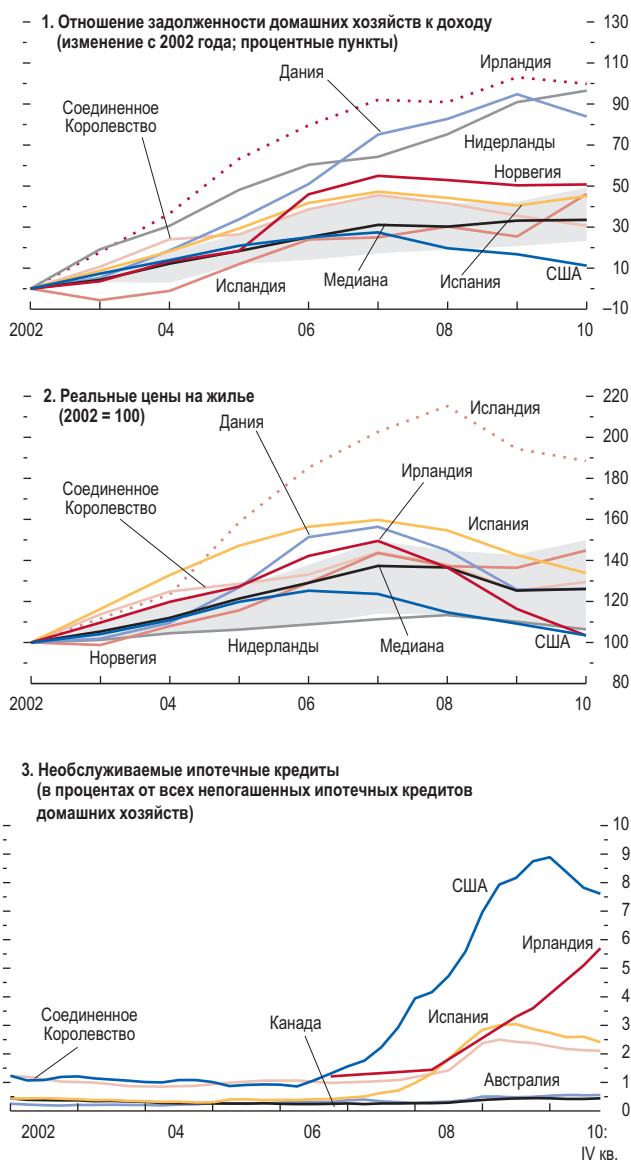
Когда цены на жилье снизились, возвестив о начале глобального финансового кризиса, многие домашние хозяйства столкнулись с тем, что стоимость их активов уменьшилась относительно их долга, и в условиях сократившихся доходов и большей безработицы им стало труднее производить платежи по ипотечным кредитам. К концу 2011 года реальные цены на жилье упали относительно своего пика приблизительно на 41 процент в Ирландии, 29 процентов в Исландии, 23 процента в Испании и США и 21 процент в Дании. Дефолты домашних хозяйств, ипотеки с отрицательной стоимостью (когда непогашенная сумма кредита превышает стоимость жилья), обращения взыскания на заложенную недвижимость и продажи недвижимости по сниженным ценам в настоящее время широко распространены во многих странах. В некоторых странах начался процесс сокращения доли заемных средств домашних хозяйств в результате погашения долгов или объявления дефолта по ним. Наибольшее распространение это явление получило в США, где примерно две трети сокращения задолженности отражает дефолты (McKinsey, 2012).

Как это сказывается на экономических показателях? Некоторые исследования показывают, что уровень совокупного валового долга многих стран является чрезмерным и должен быть сокращен¹. Например, в двух важных докладах McKinsey (2010, 2012) подчеркивается, что для «расчистки» пути к экономическому росту странам с развитой экономикой необходимо снизить резко возросшие уровни их совокупного валового долга. В других же работах указывается, что недавнее увеличение долга не обязательно является поводом для беспокойства. Например, в работе Fatás (2012) утверждается, что повышенное внимание, уделяемое в докладах Маккинзи валовому долгу, крайне «неверно», так как для стран важны показатели чистой стоимости

¹ В результате кризиса резко возрос суверенный долг стран с развитой экономикой, а совокупный валовой долг достиг рекордных уровней за последние полвека.

Рисунок 3.1. Задолженность домашних хозяйств, цены на жилье и необслуживаемые ипотечные кредиты, 2002–2010 годы

Задолженность домашних хозяйств и цены на жилье резко возросли в годы, предшествовавшие Великой рецессии. Когда цены на жилье упали, возвестив о начале глобального финансового кризиса, необслуживаемые ипотечные кредиты резко увеличились в ряде стран.



Источники: Eurostat; Haver Analytics; Федеральный резервный банк Нью-Йорка; Резервный банк Австралии; Банк Испании; Совет ипотечных кредиторов Соединенного Королевства; Центральный банк Ирландии; глава 3 апрельского выпуска «Доклада по вопросам глобальной финансовой стабильности» 2011 года; расчеты персонала МВФ.
Примечание. Заштрихованные зоны на панелях 1 и 2 показывают, соответственно, межквартильный диапазон изменения отношения задолженности домашних хозяйств к доходу, начиная с 2002 года, и индекс реальных цен на жилье. Необслуживаемые кредиты — это кредиты, просрочка по обслуживанию которых превышает 90 дней.

активов, а не валового долга². Высокий уровень долга частного сектора относительно размеров экономики страны также часто интерпретируется как признак финансового развития, что, в свою очередь, благоприятствует долгосрочному экономическому росту (см., например, Rajan and Zingales, 1998). Аналогичным образом, в работе Krugman (2011) отмечается, что поскольку валовой долг «(главным образом) показывает, сколько денег мы должны самим себе», не сразу становится ясно, почему это нас должно беспокоить. Однако Кругман также предупреждает, что валовой долг может стать проблемой. В целом нет общепринятой точки зрения о том, может ли валовой долг ограничивать экономическую активность, а если может — то каким образом.

Вклад данной главы в дискуссию по вопросу о валовом долге состоит в изучении положения в секторе домашних хозяйств. В предыдущих исследованиях основное внимание уделялось сокращению доли заемных средств в других секторах³. Нами, в частности, будут рассмотрены нижеследующие вопросы.

- Какова взаимосвязь между задолженностью домашних хозяйств и глубиной экономического спада? Являются ли спады, которым предшествует более высокая валовая задолженность домашних хозяйств, как правило, более сильными?
- Почему валовая задолженность домашних хозяйств может стать проблемой? Каковы в теории механизмы, посредством которых валовая задолженность и сокращение доли заемных средств домашних хозяйств могут ограничивать экономическую активность⁴?

²Для иллюстрации этого положения в работе Fatás (2012) приводится пример Японии, в которой отношение валового долга к ВВП является особенно высоким, но ввиду того, что в течение многих лет страна имеет положительное сальдо счета текущих операций, она является чистым кредитором по отношению к остальному миру. Аналогичным образом, высокий валовой государственный долг Японии соответствует крупным активам частного сектора.

³См., например, главу 3 октябрьского выпуска «Перспектив развития мировой экономики» 2010 года, в которой анализируются последствия сокращения доли заемных средств суверенных органов (бюджетной консолидации). Поскольку сокращение доли заемных средств различными секторами (домашними хозяйствами, банками, корпорациями и суверенными органами) будет по-разному сказываться на экономической активности, каждый из них заслуживает отдельного рассмотрения.

⁴С этим связан вопрос о том, какой уровень задолженности домашних хозяйств является оптимальным, но он выходит за рамки исследования данной главы.

- Что могут сделать правительства, чтобы поддержать экономический рост, когда задолженность домашних хозяйств становится проблемой? В частности, какие меры политики были эффективными для сокращения чрезмерной задолженности домашних хозяйств и предотвращения ненужных дефолтов домашних хозяйств, обращения взыскания на заложенную недвижимость и продажи недвижимости по сниженным ценам? Насколько эффективными были недавние инициативы⁵?

Чтобы ответить на эти вопросы, вначале мы провели статистический анализ взаимосвязи между задолженностью домашних хозяйств и глубиной экономического спада. Наша цель состояла в том, чтобы найти достоверные сведения, а не просто установить причинно-следственные связи. Мы сосредоточили внимание на спадах на рынке жилья, учитывая ту важную роль, которую сыграл рынок жилья, спровоцировав Великую рецессию, но мы также рассматривали рецессии в целом. Затем мы рассмотрели теоретические причины, по которым задолженность домашних хозяйств может сдерживать экономическую активность. Наконец, мы использовали отдельные ситуационные исследования для определения того, какие меры государственной политики были эффективными в решении проблемы чрезмерной задолженности домашних хозяйств. Были рассмотрены следующие эпизоды: США в 1930-е годы и в настоящее время, Венгрия и Исландия в настоящее время, Колумбия в 1999 году и скандинавские страны в начале 1990-х годов. В каждом случае имел место спад на рынке жилья, которому предшествовало или с которым совпало существенное увеличение задолженности домашних хозяйств, но ответные меры политики сильно различались.

Основные выводы, сделанные в настоящей главе, таковы.

- Спады на рынке жилья, которым предшествует более высокий рост валового долга домашних

хозяйств, ведут к значительно большему сокращению экономической активности. Снижение потребления домашних хозяйств и реального ВВП оказывается существенно более сильным, безработица повышается в большей степени, а сокращение экономической активности длится, по крайней мере, в течение пяти лет. Аналогичная зависимость прослеживается в случае рецессий в целом: рецессии, которым предшествует большее увеличение долга домашних хозяйств, оказываются более сильными.

- Более сильное уменьшение экономической активности является не просто отражением большого снижения цен на жилье и сопутствующего падения стоимости активов домашних хозяйств. Как представляется, степень сокращения экономической активности объясняется *совместием* снижения цен на жилье и предшествующего спаду увеличения доли заемных средств. В частности, в странах с высоким уровнем долга потребление домашних хозяйств сокращается более чем в четыре раза сильнее, чем можно было бы объяснить падением цен на жилье. Точно также крупное сокращение экономической активности не вызвано просто финансовыми кризисами. Взаимосвязь между задолженностью домашних хозяйств и сокращением потребления также наблюдается в странах, которые не пережили банковского кризиса в период спада на рынке жилья.
- Меры макроэкономической политики являются важным элементом предотвращения чрезмерного сокращения экономической активности в периоды уменьшения доли заемных средств домашних хозяйств. Так, ослабление денежно-кредитной политики в странах, в которых ипотечные кредиты обычно имеют плавающую процентную ставку, как, например, в скандинавских странах, может быстро привести к уменьшению ипотечных платежей и предотвратить дефолты домашних хозяйств. Аналогичным образом, бюджетные трансферты домашним хозяйствам через системы социальной защиты могут привести к увеличению доходов домашних хозяйств и укреплению их способности обслуживать долг, как это было в скандинавских странах. Такие автоматические трансферты могут дополнительно помочь в предотвращении самоусиливающихся циклов роста числа дефолтов, снижения цен на жилье и уменьшения совокупного спроса. Однако возможности макроэкономического стимулирования не беспредельны. Нулевая нижняя граница номинальной процентной ставки может

⁵Мы не занимались вопросом о том, какие меры политики могут помочь предотвратить чрезмерное накопление задолженности домашних хозяйств перед спадом — этот вопрос рассматривается в других исследованиях. Однако эти два набора мер политики не являются взаимоисключающими. Например, меры политики, которые позволяют предотвратить чрезмерное увеличение задолженности домашних хозяйств во время бума, могут помочь уменьшить последствия спада. См. Crowe and others (2011), главу 3 сентябрьского выпуска «Доклада по вопросам глобальной финансовой стабильности» 2011 года и Dell’Ariccia and others (готовится к печати) в отношении мер политики, призванных не допустить бума реальных цен на недвижимость и сдерживать быстрый рост задолженности частного сектора.

воспрепятствовать существенному понижению ставок, а высокий уровень государственного долга может ограничивать масштабы трансфертов, финансируемых посредством дефицита.

- Меры государственной политики, направленные на снижение уровня задолженности домашних хозяйств относительно их активов, а также уменьшение платежей по обслуживанию долга относительно способности домашних хозяйств погашать долги, могут (при ограниченных бюджетных затратах) существенно смягчить отрицательные последствия сокращения доли заемных средств домашних хозяйств для экономической активности. В частности, смелые и тщательные проработанные программы реструктуризации задолженности домашних хозяйств, как, например, осуществленные в США в 1930-х годах и проводимые в Исландии в настоящее время, могут обеспечить значительное уменьшение числа дефолтов домашних хозяйств и обращения взыскания на заложенную недвижимость. Таким образом, эти программы помогают предотвратить самоусиливающиеся циклы снижения цен на жилье и уменьшения совокупного спроса.

В первом разделе настоящей главы проводится статистический анализ с целью прояснения взаимосвязи между увеличением задолженности домашних хозяйств во время бума и остротой последующего спада. В нем также дается обзор теоретической литературы, посвященной механизмам, посредством которых изменения валовой задолженности домашних хозяйств могут отрицательно влиять на экономическую активность. Во втором разделе приводятся ситуационные исследования мер государственной политики, направленных на смягчение отрицательных эффектов задолженности домашних хозяйств во время спадов на рынке жилья. В последнем разделе обсуждается значение полученных нами результатов для стран, стоящих перед лицом сокращения доли заемных средств домашних хозяйств.

Как задолженность домашних хозяйств может сдерживать экономическую активность

В этом разделе освещается роль валовой задолженности домашних хозяйств в усилении резкого падения деловой активности путем анализа опыта стран с развитой экономикой за последние три десятилетия. Мы также рассматриваем теоретические

причины, по которым валовая задолженность домашних хозяйств может углублять и продлевать экономические спады.

Упрощенные факты: задолженность домашних хозяйств и спады на рынке жилья

Действительно ли спады на рынке жилья оказываются более сильными, когда им предшествует крупное увеличение валовой задолженности домашних хозяйств? Чтобы ответить на этот вопрос, приведем некоторые упрощенные факты о том, что происходит при спаде на рынке жилья в двух группах стран. В первой имеет место бум на рынке жилья, но без увеличения задолженности домашних хозяйств. Во второй имеет место бум на рынке жилья при сильном увеличении задолженности домашних хозяйств. Мы сосредоточим внимание на спадах на рынке жилья, учитывая то, насколько широко они были распространены во время Великой рецессии в странах с развитой экономикой⁶. В то же время мы приведем результаты по рецессиям в целом, независимо от того, связаны ли они со спадами на рынке жилья. Вначале мы подведем итог тому, как разные страны пережили Великую рецессию, в зависимости от размера накопившейся в них задолженности домашних хозяйств. Затем мы используем более тонкий статистический подход для анализа более широкого исторического опыта в отношении спадов на рынке жилья и рецессий, а также для отделения роли задолженности домашних хозяйств от роли финансовых кризисов и снижения цен на жилье.

Великая рецессия

Великая рецессия была особенно сильной в странах, в которых перед началом кризиса накопилась более крупная задолженность домашних хозяйств. Как показано на рисунке 3.2, сокращение потребления в 2010 году относительно докризисного тренда было более сильным в странах, в которых в 2002–2006 годах отношение задолженности к доходу домашних хозяйств увеличилось в большей степени⁷. Сокращение потребления в 2010 году

⁶В странах с развитой экономикой на задолженность, связанную с жильем (ипотечные долги), приходится примерно 70 процентов валовой задолженности домашних хозяйств. Остальную часть составляют, главным образом, долги по кредитным картам и автокредитам.

⁷Источники данных см. в приложении 3.1. В работе Glick and Lansing (2010) содержатся аналогичные выводы по меньшей выборке стран с развитой экономикой.

представляет собой разрыв между (логарифмическим) уровнем реального потребления домашних хозяйств в 2010 году и прогнозным уровнем реального потребления домашних хозяйств в том же году при сохранении докризисного тренда. Докризисный тренд, в свою очередь, определяется как экстраполяция (логарифмического) уровня реального потребления домашних хозяйств, основанного на линейном тренде, оцененном за период 1996–2004 годов по методологии, приводимой в главе 4 сентябрьского выпуска «Перспектив развития мировой экономики» 2009 года. Оценка докризисного тренда заканчивается за несколько лет до начала кризиса, с тем чтобы исключить влияние на данные возможного экономического необоснованного бума в преддверии кризиса или докризисного замедления экономического роста. Наклон линии регрессии составляет $-0,26$, что означает, что на каждые дополнительные 10 процентных пунктов увеличения задолженности домашних хозяйств перед кризисом приходится 2,6 процентных пункта потерь потребления, что указывает на существенную (и статистически значимую) взаимосвязь⁸.

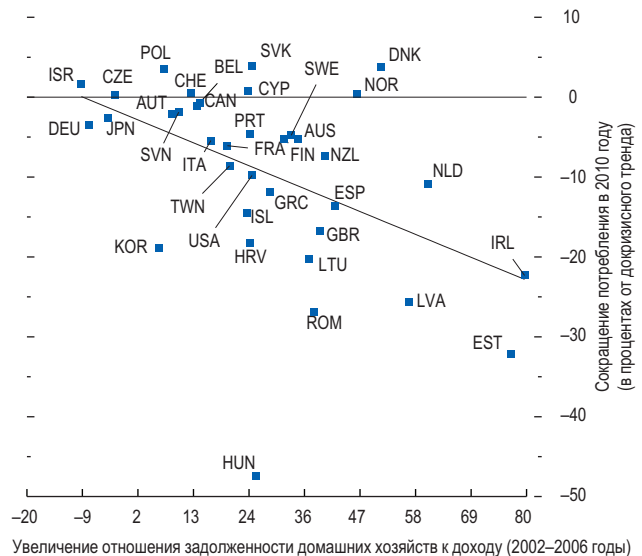
Исторический опыт

Является ли Великая рецессия частью более широкой исторической взаимосвязи, в частности, являются ли обычно более сильными спады, которым предшествует более крупное увеличение валовой задолженности домашних хозяйств? Чтобы ответить на этот вопрос, мы используем статистические методы для увязки увеличения задолженности домашних хозяйств во время бума с характером экономической активности во время спада. Учитывая доступные данные по валовой задолженности домашних хозяйств, мы сосредоточили внимание на выборке из 24 стран-членов Организации экономического сотрудничества и развития (ОЭСР) и провинции Китая Тайвань за период 1980–2011 годов. Вначале мы определили спады на рынке жилья, исходя из поворотных моментов

⁸Более резкое падение потребления в странах с высокими темпами роста задолженности отражает не только банковские кризисы. Взаимосвязь между накоплением задолженности домашних хозяйств и глубиной Великой рецессии остается схожей и статистически значимой после исключения 18 стран, в которых в период 2007–2011 годов имели место банковские кризисы, согласно определению в работе Laeven and Valencia (2010). Более резкое сокращение потребления также не является простым отражением более сильного бума потребления до кризиса. Вывод о сильной обратной зависимости между увеличением задолженности перед кризисом и глубиной рецессии является аналогичным и статистически значимым при исключении фактора докризисного бума потребления.

Рисунок 3.2. Великая рецессия: сокращение потребления и рост задолженности домашних хозяйств перед кризисом
(В процентах)

Великая рецессия была особенно сильной в странах, в которых перед началом кризиса накопилась крупная задолженность домашних хозяйств.



Источники: Eurostat; Haver Analytics; расчеты персонала МВФ.
Примечание. Сокращение потребления в 2010 году представляет собой разрыв между (логарифмическим) уровнем реального потребления домашних хозяйств в 2010 году и прогнозным уровнем реального потребления домашних хозяйств в том же году при сохранении докризисного тренда. Докризисный тренд определяется как экстраполяция (логарифмического) уровня реального потребления домашних хозяйств, основанного на линейном тренде, оцененном за период 1996–2004 годов. AUS: Австралия; AUT: Австрия; BEL: Бельгия; CAN: Канада; CHE: Швейцария; CYP: Кипр; CZE: Чешская Республика; DEU: Германия; DNK: Дания; ESP: Испания; EST: Эстония; FIN: Финляндия; FRA: Франция; GBR: Соединенное Королевство; GRC: Греция; HRV: Хорватия; HUN: Венгрия; IRL: Ирландия; ISL: Исландия; ISR: Израиль; ITA: Италия; JPN: Япония; KOR: Корея; LTU: Литва; LVA: Латвия; NLD: Нидерланды; NOR: Норвегия; NZL: Новая Зеландия; POL: Польша; PRT: Португалия; ROM: Румыния; SVK: Словацкая Республика; SVN: Словения; SWE: Швеция; TWN: Провинция Китая Тайвань; USA: США.

(пиков) номинальных цен на жилье, составленных в работе Claessens, Kose, and Terrones (2010)⁹. По нашей выборке из 25 стран мы получили 99 спадов на рынке жилья. Затем мы поделили спады на рынке жилья на две группы, в зависимости от того, имело ли место в предшествующий трехлетний период крупное увеличение отношения задолженности к доходу¹⁰. Мы назвали эти две группы, соответственно, «спадом в условиях высокой задолженности» и «спадом в условиях низкой задолженности». Широкая информация по другим показателям привлечения заемных средств (таким как отношение задолженности к активам и отношение задолженности к чистой стоимости активов) недоступна по нашей многострановой выборке. Наконец, мы составили регрессии показателей экономической активности по фиктивным переменным спада на рынке жилья для двух групп стран с использованием методологии, аналогичной приводимой, в частности, в работе Serra and Saxena (2008). Учитывая, что мы сосредоточили внимание на жилищном секторе, мы начали с рассмотрения изменений в потреблении домашних хозяйств, а затем представили результаты для ВВП и его компонентов, безработицы и цен на жилье.

В частности, мы построили регрессии изменений логарифма реального потребления домашних хозяйств по его значениям с лагом (чтобы учесть нормальные колебания потребления), а также по текущим значениям и значениям с лагом фиктивных переменных спада на рынке жилья. Включение лагов допускает задержку реакции потребления домашних хозяйств на спад на рынке жилья¹¹. Чтобы проверить, различается ли степень спада на рынке жилья между двумя группами, мы увязали фиктивную переменную спада на рынке жилья с фиктивной переменной, показывающей, имел ли место спад в группе с высокой или низкой задолженностью. Спецификация также включает

⁹В работе Claessens, Kose, and Terrones (2010) определены поворотные моменты номинальных цен на жилье с использованием алгоритма из работы Harding and Pagan (2002).

¹⁰Для нашей базисной спецификации мы определяем «крупное» увеличение задолженности как увеличение сверх медианы для всех спадов, но, как указывается в анализе устойчивости в приложении 3.2, результаты не зависят от докризисного порогового уровня. Медиана составляет увеличение доходов домашних хозяйств на 6,7 процентного пункта за трехлетний период, предшествующий спаду, и масштабы данного увеличения сильно колеблются. Например, отношение задолженности к доходу домашних хозяйств повысилось на 17 процентных пунктов в период, предшествовавший спаду на рынке жилья в Соединенном Королевстве в 1989 году, и на 68 процентных пунктов перед спадом на рынке жилья в Ирландии в 2006 году.

¹¹В приложении 3.2 приводятся дополнительные подробные сведения по методологии оценок.

полный набор фиксированных во времени эффектов, чтобы можно было учесть общие шоки, такие как изменения цен на нефть, и присущие конкретным странам фиксированные эффекты, чтобы учесть различия в нормальных темпах роста стран. Оценочные реакции накапливаются для восстановления эволюции уровня потребления домашних хозяйств после спада на рынке жилья. В последующих рисунках показаны оценочная реакция потребления и диапазон одной стандартной ошибки вокруг оценочной реакции.

Результаты регрессии показывают, что обычно за спадами на рынке жилья, которым предшествует более крупное увеличение задолженности домашних хозяйств, следует более сильный и более длительный спад потребления домашних хозяйств. На панели 1 рисунка 3.3 показано, что по прошествии пяти лет снижение реального потребления домашних хозяйств составляет 4,3 процента в группе с высокой задолженностью и только 0,4 процента в группе с низкой задолженностью. Разница между двумя выборками составляет 3,9 процентного пункта, и она статистически значима на 1-процентном уровне, как указано в приложении 3.2. Эти результаты выдерживают различные тесты на устойчивость, включая разные методы оценки (такие как обобщенный метод моментов), альтернативные спецификации (изменение длины лага) и исключение выпадающих значений (определяемых по расстоянию Кука). (См. приложение 3.2 в отношении проверок на устойчивость.)

Спады на рынке жилья, которым предшествовало более крупное увеличение доли заемных средств домашних хозяйств, приводят к более сильному сокращению общей экономической активности. На рисунке 3.3 показано, что при спадах в условиях высокой задолженности реальный ВВП обычно падает в большей степени, а безработица повышается сильнее. Чистый экспорт, как правило, вносит более положительный вклад в ВВП, частично компенсируя падение внутреннего спроса, но он отражает большее снижение импорта, а не увеличение экспорта¹².

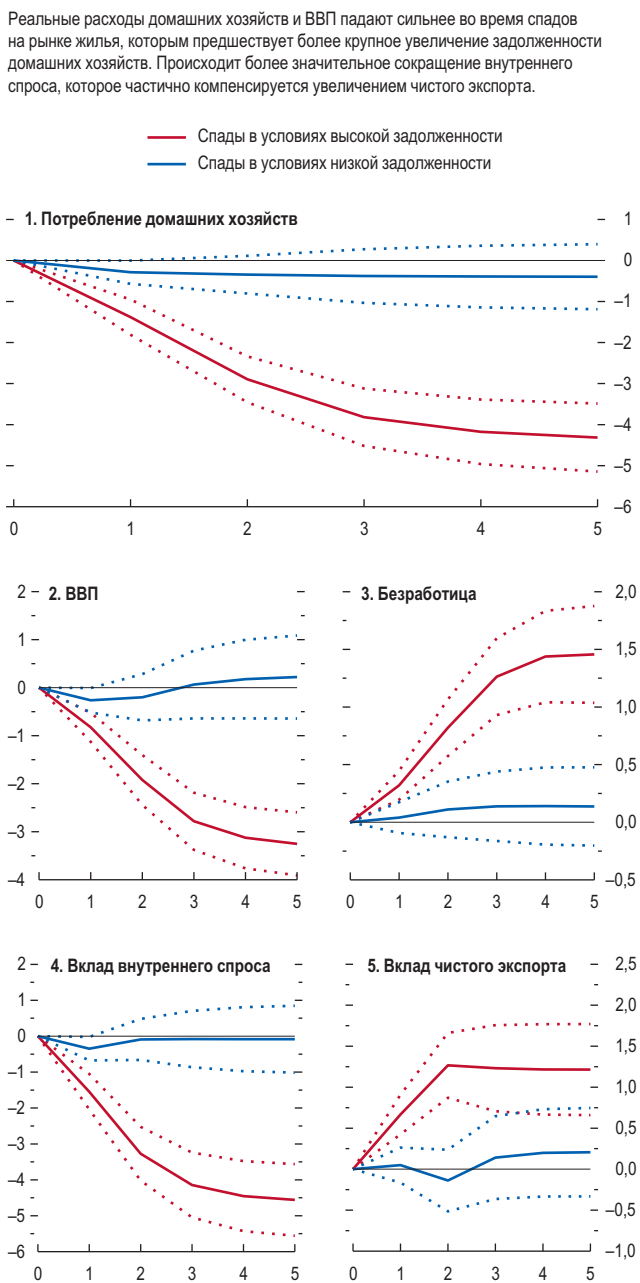
Логический вопрос — является ли большее сокращение расходов домашних хозяйств простым отражением большего снижения цен на жилье. На

¹²Результаты оценки для инвестиций также указывают на их большее падение при спадах в условиях высокой задолженности. Результаты оценки для инвестиций в жилищном секторе (по которым имеется меньший объем данных) также указывают на их большее падение при спадах в условиях высокой задолженности, но точные оценки по ответным мерам не были получены из-за меньшего размера выборки.

панели 1 рисунка 3.4 показано, что реальные цены на жилье действительно падают в значительно большей степени после спада в условиях высокой доли заемных средств. Падение реальных цен на жилье на 10,8 процентного пункта больше в условиях спада при высокой задолженности, чем при низкой, и разница между двумя выборками является значимой на уровне одного процента. Однако данное более крупное падение цен на жилье не может достоверно объяснить более сильного сокращения потребления домашних хозяйств. Реальное потребление сокращается на 3,9 процентного пункта сильнее при спадах в условиях спада при высокой задолженности, что подразумевает эластичность в 0,4, которая намного превышает указываемую в литературе эластичность потребления по стоимости активов домашних хозяйств (0,05–0,1). Таким образом, согласно этой литературе, падением цен на жилье можно объяснить не более одной четвертой сокращения потребления домашних хозяйств. Чтобы далее определить, что сокращение потребления отражает не только снижение цен на жилье, мы повторили анализ, заменяя фиктивную переменную спада на рынке жилья уменьшением цен на жилье (в процентах). Результаты показывают, что при одинаковом падении реальных цен на жилье (1 процент), реальное потребление домашних хозяйств сокращается примерно вдвое сильнее при спаде в условиях высокой задолженности, чем при спаде в условиях низкой задолженности. Поэтому, как представляется, именно сочетание снижения цен на жилье и доли заемных средств в преддверии спада объясняет степень сокращения потребления домашних хозяйств.

Кроме того, сокращение доли заемных средств домашних хозяйств, как правило, носит более ярко выраженный характер после спадов, которым предшествует большее увеличение задолженности домашних хозяйств. В частности, после спада на рынке жилья в условиях высокой задолженности отношение задолженности к доходу домашних хозяйств уменьшается на 5,4 процентного пункта (рис. 3.5). Это уменьшение является статистически значимым. Напротив, отношение задолженности к доходу не уменьшается после спада на рынке жилья в условиях низкой задолженности. Вместо этого происходит его небольшое и статистически незначимое увеличение. Этот вывод показывает, что часть более сильного сокращения экономической активности после спада на рынке жилья в условиях высокой задолженности отражает более интенсивный процесс сокращения доли заемных средств домашних хозяйств.

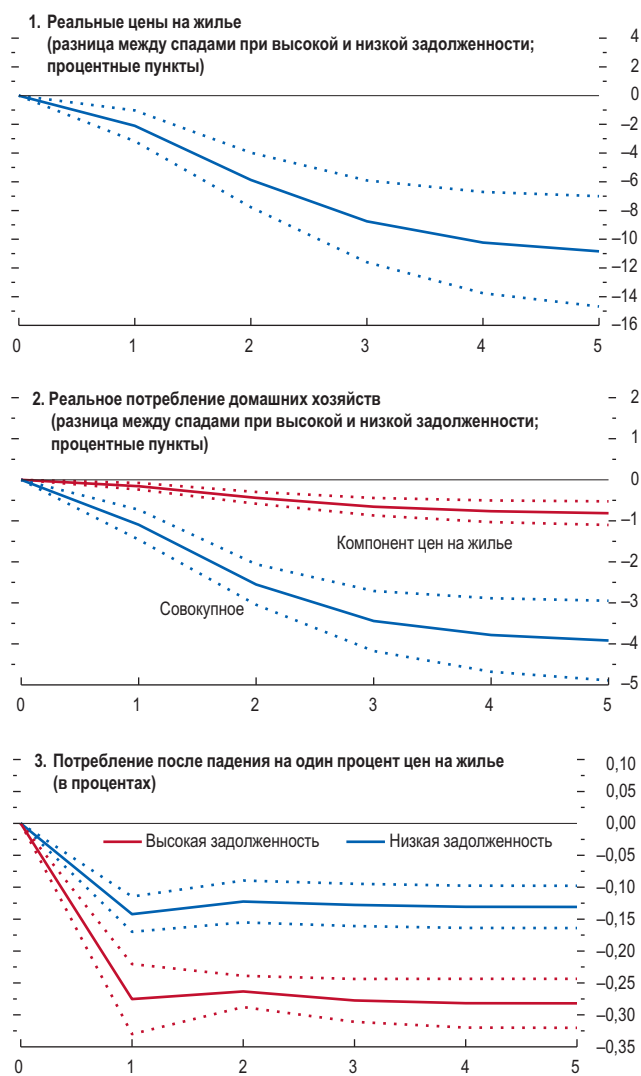
Рисунок 3.3. Экономическая активность во время спада на рынке жилья



Источник: расчеты персонала МВФ.
Примечание. На оси X отложены годы, где $t = 0$ обозначает год спада на рынке жилья. Пунктирными линиями показаны диапазоны одной стандартной ошибки. Спады в условиях высокой и низкой задолженности определяются, соответственно, как находящиеся выше и ниже медианы роста отношения задолженности домашних хозяйств к доходу за три года, предшествовавших спаду. Уровень безработицы и факторы роста ВВП приводятся в процентных пунктах; все остальные переменные приводятся в процентах.

Рисунок 3.4. Стоимость активов в форме жилья и потребление домашних хозяйств

Цены на жилье падают в большей степени во время спадов на рынке жилья, которым предшествует большее увеличение задолженности, но одним этим фактором нельзя объяснить более резкое снижение потребления после таких спадов. Более значительное падение цен на жилье объясняет приблизительно одну четвертую часть большего снижения потребления при стандартной эластичности потребления по стоимости активов в форме жилья. Кроме того, падение реальных цен на жилье на один процент обычно ведет к большему снижению реального потребления домашних хозяйств, если ему предшествует более значительное увеличение задолженности домашних хозяйств.



Важно определить, вызваны ли полученные результаты финансовыми кризисами. Последствия таких кризисов в форме снижения экономической активности уже рассматривались в предыдущих исследованиях (см., в частности, Cerra and Saxena, 2008; главу 4 сентябрьского выпуска «Перспектив развития мировой экономики» 2009 года; и Reinhart and Rogoff, 2009). Мы делаем вывод о том, что результаты не вызваны глобальным финансовым кризисом: как показано в приложении 3.2, аналогичные результаты были получены при завершении выборки 2006 годом. Кроме того, мы получили аналогичные результаты, когда повторили анализ, но учитывали только спады на рынке жилья, которым не предшествовали или за которыми не следовали системные банковские кризисы, согласно определению в работе Laeven and Valencia (2010), в пределах двухлетнего периода по обе стороны от спада на рынке жилья. В этой ограниченной выборке спадов на рынке жилья те спады, которым предшествовало большее накопление задолженности домашних хозяйств, сопровождались более глубоким и более длительным экономическим спадом (рис. 3.6). Таким образом, полученные результаты не являются простым отражением банковских кризисов.

Наконец, имеет смысл посмотреть на то, ведет ли также высокая задолженность домашних хозяйств к усилению последствий других негативных шоков. Поэтому мы повторили анализ, но заменили фиктивные переменные спада на рынке жилья фиктивными переменными рецессий. Мы построили фиктивные переменные рецессий на основе перечня дат рецессий, приводимого в работе Howard, Martin, and Wilson (2011). Рисунок 3.6 также показывает, что рецессии, которым предшествует большее увеличение задолженности домашних хозяйств, действительно, являются более сильными и продолжительными.

В целом данный анализ показывает, что когда домашние хозяйства накапливают большую задолженность в период бума, последующий спад характеризуется более сильным сокращением экономической активности. Эти выводы, сделанные в отношении стран-членов ОЭСР, согласуются с выводами в работе Mian, Rao, and Sufi (2011) в отношении США. Авторы работы используют детальные данные по Великой рецессии в США на уровне округов для определения причинно-следственных связей, касающихся задолженности домашних хозяйств. Они приходят к выводу о том, что более сильное сокращение потребления после 2007 года в округах США, которые накопили

большую задолженность в период 2002–2006 годов, является слишком сильным, чтобы его можно было объяснить большим падением цен на жилье в этих округах¹³. Это согласуется с межстрановыми данными, приводимыми на рисунке 3.4. Авторы также нашли свидетельства более быстрого сокращения доли заемных средств домашних хозяйств в округах США с высокой задолженностью, что подчеркивает роль сокращения доли заемных средств и согласуется с межстрановыми данными на рисунке 3.5. В другой работе на эту тему — Mian and Sufi (2011) — показано, что с более высоким уровнем задолженности домашних хозяйств в 2007 году связано более сильное снижение расходов на товары длительного пользования и инвестиций в жилищном секторе и сокращение занятости (рис. 3.7). На основе полученных данных авторы делают вывод о том, что снижение совокупного спроса, вызванное слабостью балансов активов и обязательств домашних хозяйств, объясняет большую часть потери рабочих мест в США в период Великой рецессии (Mian and Sufi, 2012).

Эти выводы также в целом согласуются с более широким выводом в литературе о том, что рецессии, которым предшествует общий кредитный бум в экономике (который может совпадать или не совпадать с бумом кредитования домашних хозяйств), как правило, оказываются более глубокими и продолжительными, чем другие рецессии (см., например, Claessens, Kose, and Terrones, 2010; и Jordà, Schularick, and Taylor, 2011). Кроме того, они согласуются с данными о том, что волатильность потребления положительно коррелирует с задолженностью домашних хозяйств (Isaksen et al., 2011).

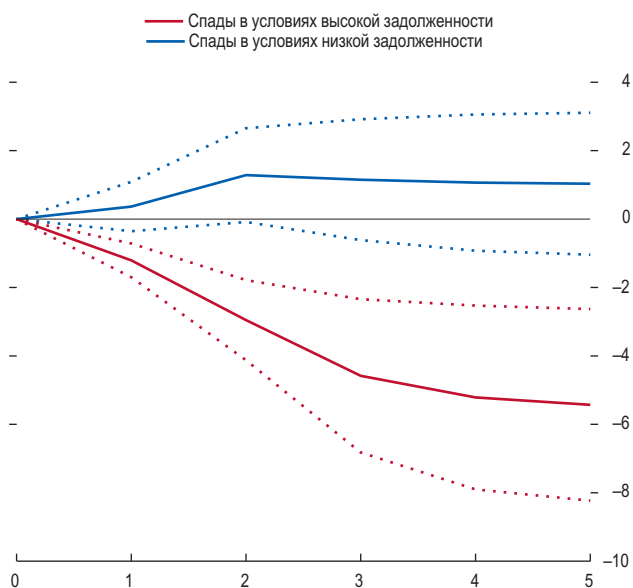
Почему важна задолженность домашних хозяйств?

Нами были найдены свидетельства того, что экономические спады оказываются более сильными, когда им предшествует большее увеличение задолженности домашних хозяйств. В данном подразделе обсуждается то, как эта взаимосвязь согласуется с предсказаниями теоретических моделей.

¹³В частности, сравнивая снижение цен на жилье с сокращением потребления в округах с высоким и низким уровнем задолженности домашних хозяйств, они получили *косвенную* эластичность потребления по ценам на жилье в 0,3–0,7, которая значительно превышает приводимый в литературе оценочный диапазон. Это указывает на то, что только 14–30 процентов большего сокращения потребления в округах с высокой задолженностью вызвано большим падением цен на жилье.

Рисунок 3.5. Задолженность домашних хозяйств во время спадов на рынке жилья
(Процентные пункты)

Снижение задолженности домашних хозяйств (уменьшение доли заемных средств) носит более ярко выраженный характер во время спадов на рынке жилья, которым предшествует более сильное увеличение задолженности.

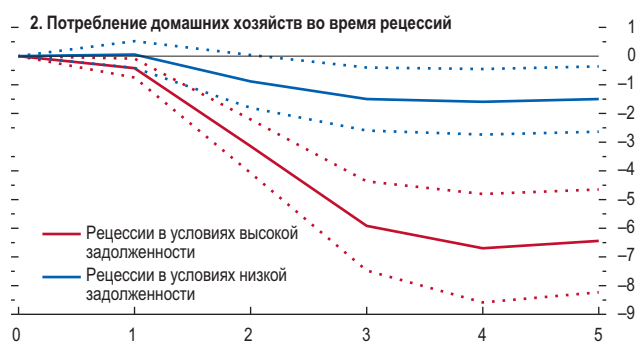
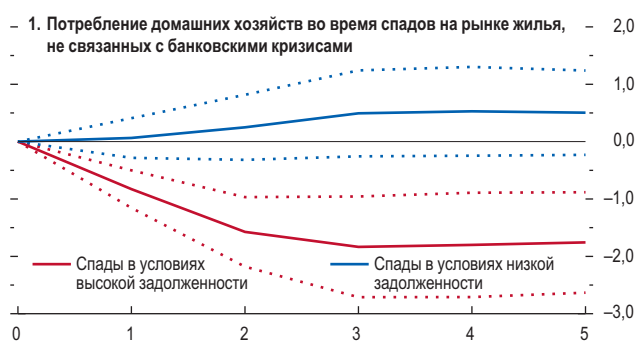


Источник: расчеты персонала МВФ.

Примечание. На оси X отложены годы, где $t = 0$ обозначает год спада на рынке жилья. Пунктирными линиями показаны диапазоны одной стандартной ошибки. Спады в условиях высокой и низкой задолженности определяются, соответственно, как находящиеся выше и ниже медианы роста отношения задолженности домашних хозяйств к доходу за три года, предшествовавших спаду.

Рисунок 3.6. Потребление домашних хозяйств
(В процентах)

Вывод о том, что потребление сокращается в большей степени во время спадов на рынке жилья, которым предшествует большее увеличение задолженности домашних хозяйств, не связан с банковскими кризисами. Он является устойчивым для подмножества спадов на рынке жилья, не связанных с системными банковскими кризисами в пределах двухлетнего периода. Кроме того, рецессии обычно оказываются более глубокими, если им предшествует большее увеличение задолженности домашних хозяйств.



Источник: расчеты персонала МВФ.

Примечание. На панели 1 по оси X отложены годы, где $t = 0$ обозначает год спада на рынке жилья. Спады на рынке жилья, связанные с системными банковскими кризисами в пределах двухлетнего периода времени относительно спада, в анализе не рассматриваются. Индикаторы системного банковского кризиса взяты из базы данных в работе Laeven and Valencia (2010). Пунктирными линиями показаны диапазоны одной стандартной ошибки. Спады в условиях высокой и низкой задолженности определяются, соответственно, как находящиеся выше и ниже медианы роста отношения задолженности домашних хозяйств к доходу за три года, предшествовавшие спаду на рынке жилья. На панели 2 отложены годы, где $t = 0$ обозначает год рецессии. Пунктирными линиями показаны диапазоны одной стандартной ошибки. Рецессии в условиях высокой и низкой задолженности определяются, соответственно, как находящиеся выше и ниже медианы роста отношения задолженности домашних хозяйств к доходу за три года, предшествовавшие рецессии.

В качестве естественной отправной точки мы рассмотрели страны с закрытой экономикой, не имеющие государственного долга. В такой экономике чистый частный долг должен быть равен нулю, так как долг одного лица является активом другого. Некоторые люди могут накапливать долги, но это просто «деньги, которые мы должны самим себе» (Krugman, 2011), и это не имеет очевидных макроэкономических последствий. Тем не менее, даже когда изменения валовой задолженности домашних хозяйств почти не ведут к изменениям чистой задолженности всей экономики, они могут влиять на макроэкономические показатели, усиливая воздействие шоков. В частности, ряд теоретических моделей предсказывает, что рост задолженности домашних хозяйств вызывает глубокие и длительные экономические спады¹⁴.

Теперь обсудим основные механизмы, посредством которых задолженность домашних хозяйств может усиливать экономические спады и ослаблять подъемы. Мы также покажем, как это влияет на проводимую политику. В частности, мы объясним условия, при которых государственное вмешательство может обеспечить улучшение чисто рыночного результата.

Дифференциация заемщиков и кредиторов

Накопление задолженности домашних хозяйств усиливает спады в ряде последних моделей, в которых дифференцируются заемщики и кредиторы и предусмотрены ограничения ликвидности. Ключевая особенность этих моделей связана с идеей того, что важно, как распределяется долг в рамках экономики (Eggertsson and Krugman, 2010; Guerrieri and Lorenzoni, 2011; и Hall, 2011)¹⁵. Как утверждает в работе Tobin (1980), «население не делится на должников и кредиторов произвольно. Должники имеют серьезные основания, чтобы заимствовать средства, большинство из которых связано с высокой предельной склонностью к расходованию своих активов или текущего дохода, или любых других ликвидных ресурсов,

¹⁴В открытой экономике валовая задолженность домашних хозяйств может вызвать дополнительные эффекты. В частности, сокращение задолженности домашних хозяйств может означать передачу ресурсов от отечественных к иностранным домашним хозяйствам, что может привести к еще большему макроэкономическим эффектам, чем в условиях закрытой экономики.

¹⁵В предыдущем теоретическом очерке King (1994) обсуждается то, как различия в предельной склонности к потреблению между домашними хозяйствами-заемщиками и кредиторами могут вызвать общий экономический спад при высокой доле заемных средств домашних хозяйств.

которыми они могут управлять»¹⁶. Действительно, в 2000-х годах в США в большей степени увеличился долг домашних хозяйств, относящихся к нижнему сегменту распределения доходов и активов (Kumhof and Rancière, 2010).

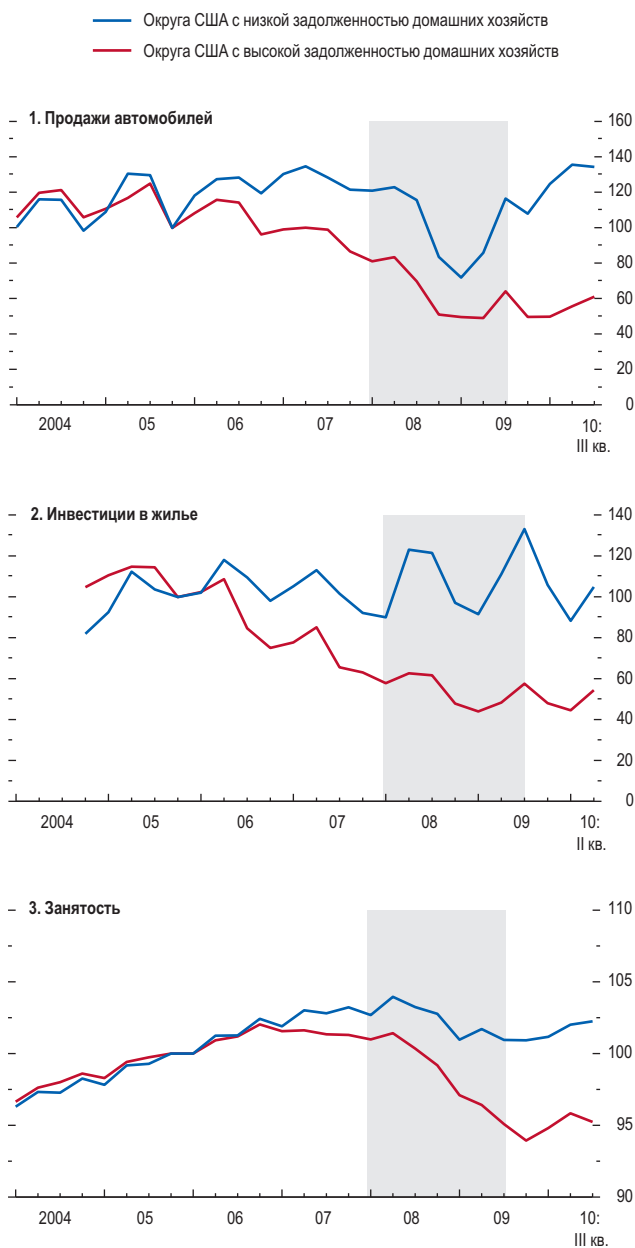
Шок для потенциала заимствования средств должниками с высокой предельной склонностью к потреблению, вынуждающий их сокращать свою задолженность, может затем привести к снижению совокупной экономической активности. Сокращение доли заемных средств может быть обусловлено осознанием того, что цены на жилье были завышены (как указывается в работах Buiter, 2010; и Eggertsson and Krugman, 2010), а также ужесточением нормативов кредитования (Guerrieri and Lorenzoni, 2011), резким изменением ожиданий в отношении доходов или усилением экономической неопределенности (Fisher, 1933; Minsky, 1986). При этом достаточно крупное снижение процентной ставки может побуждать домашние хозяйства-кредиторы тратить больше средств, что будет компенсировать сокращение расходов должниками. Однако, как показывают эти модели, наличие нулевой нижней границы номинальных процентных ставок или иная жесткость цен могут не позволить домашним хозяйствам-кредиторам восполнить данный дефицит. Эта особенность особенно четко проявляется в настоящее время, так как во многих странах с развитой экономикой директивные ставки близки к нулю.

Потребление может дополнительно уменьшиться после шоков в условиях неопределенности, учитывая необходимость в превентивной экономии средств (Guerrieri and Lorenzoni, 2011; Carroll, Slacalek, and Sommer, 2011). Падение потребления домашних хозяйств в таком случае будет особенно резким, не достигая своего долгосрочного уровня (что, как представляется, имеет место в США в настоящее время; см. Glick and Lansing, 2009). Столь резкое сокращение совокупного потребления является основанием для временного проведения экспансионистской макроэкономической политики,

¹⁶Различия в склонности к потреблению могут возникнуть по ряду причин. В качестве причины различий между когортами в создании сбережений особо выделяются различия в мотивации на протяжении жизненного цикла (см., в частности, Modigliani, 1986). Другие исследователи обращали основное внимание на роль временных предпочтений, вводя класс сравнительно нетерпеливых агентов (см. Iacoviello, 2005; и Eggertsson and Krugman, 2010). В работе Dynan, Skinner, and Zeldes (2004) делается вывод о наличии сильной положительной связи между личной нормой сбережений и пожизненным доходом, что указывает на то, что богатые потребляют меньшую долю своих доходов, чем бедные.

Рисунок 3.7. Экономическая активность во время Великой рецессии в США
(Индекс; IV кв. 2005 = 100)

В работе Mian and Sufi (2011) делается вывод о том, что в округах США, в которых домашние хозяйства имели более высокую задолженность перед началом Великой рецессии, падение потребления домашних хозяйств, инвестиций и занятости было более сильным и более продолжительным.



Источник: Mian and Sufi (2011).
Примечание. Заштрихованные зоны показывают рецессию в США на основе дат, определенных Национальным бюро экономических исследований.

включая бюджетное стимулирование, ориентированное на поддержку испытывающих финансовые трудности домашних хозяйств (Krugman and Eggertsson, 2010; Carroll, Slacalek, and Sommer, 2011) и реструктуризацию задолженности домашних хозяйств (Rogoff, 2011).

Отрицательные ценовые эффекты продажи недвижимости по сниженным ценам

Дополнительное отрицательное воздействие на экономическую активность вследствие высокой задолженности домашних хозяйств в условиях шока, как показывают многие модели, создают вынужденные распродажи товаров длительного пользования (Shleifer and Vishny, 1992; Mayer, 1995; Krishnamurthy, 2010; Lorenzoni, 2008). Например, рост безработицы ведет к уменьшению возможностей домашних хозяйств обслуживать свою задолженность, что означает увеличение числа дефолтов домашних хозяйств, обращения взыскания на заложенную недвижимость и продажи недвижимости кредиторами по сниженным ценам. Оценки показывают, что даже один случай обращения взыскания на заложенную недвижимость ведет к снижению цен на соседнюю недвижимость приблизительно на один процент, но данный эффект может быть значительно большим при массовом характере явления, и оценочное падение цен может достигать почти 30 процентов (Campbell, Giglio, and Pathak, 2011). Сопутствующие отрицательные ценовые эффекты, в свою очередь, ведут к сокращению экономической активности вследствие ряда самоусиливающих витков сжатия экономики. Они включают в себя отрицательные эффекты для стоимости активов, уменьшение стоимости залогового обеспечения, отрицательные последствия для балансов банков и сокращение кредита. Как объясняется в работе Shleifer and Vishny (2010), продажи недвижимости по сниженным ценам подрывают возможности финансовых организаций и фирм выдавать и получать кредиты вследствие уменьшения чистой стоимости их активов, и данное сокращение предложения кредита может вести к уменьшению повышающих производительность инвестиций. Данные внешние эффекты (когда банки и домашние хозяйства игнорируют социальные издержки дефолтов и продажи недвижимости по сниженным ценам) могут оправдывать вмешательство директивных органов с целью препятствовать дефолтам домашних хозяйств, обращение взыскания на заложенную недвижимость и продажи недвижимости по сниженным ценам.

Современный пример США иллюстрирует риски «отставания» цен на жилье от равновесной стоимости в периоды резкого спада на рынке жилья после продажи недвижимости по сниженным ценам. Персонал МВФ отмечает, что «вынужденные продажи являются главной движущей силой недавнего снижения цен на жилье: в действительности, если исключить фактор вынужденных продаж, падение цен на жилье остановилось»; он также отмечает, что «существует риск отставания цен на жилье» (IMF 2011b, стр. 20). Рисунок 3.8 показывает, что цены на жилье в США, возможно, упали ниже уровня, определяемого рядом экономических детерминант¹⁷.

Неэффективность и издержки, обусловленные чрезмерной задолженностью и обращением взыскания на заложенную недвижимость

Дополнительной проблемой является то, что чрезмерная задолженность домашних хозяйств может порождать различную потерю эффективности. В случае фирм чрезмерная задолженность представляет собой ситуацию, когда существующая задолженность столь велика, что она ограничивает возможности привлекать средства для финансирования прибыльных инвестиционных проектов (Myers, 1977). Аналогичным образом, домовладельцы, имеющие чрезмерную задолженность, могут не вкладывать больших средств в свою недвижимость. Они могут, например, отказаться от инвестиций, которые повышают чистую текущую стоимость их жилья, таких как вложения в усовершенствование и ремонт. Этот эффект может быть значительным. На основе детальных данных по США на уровне домохозяйств в работе Melzer (2010) делается вывод о том, что домовладельцы с чрезмерной задолженностью (отрицательной стоимостью активов) тратят на 30 процентов меньше средств на усовершенствование и ремонт жилья, чем остальные домовладельцы при прочих равных условиях. В то время как пересмотр в частном порядке долговых соглашений между заемщиками и кредиторами может уменьшить остроту проблемы чрезмерной задолженности, такой пересмотр часто является дорогостоящим и трудно достижимым за рамками процедуры банкротства вследствие возникновения проблем «бесплатного пользования» или осложнения договорных отношений (Foote and others, 2010).

¹⁷Slok (2012) и *The Economist* (2011) указывают, что цены на жилье в США являются заниженными.

Обращение взыскания на заложенную недвижимость и банкротство могут быть неэффективным способом урегулирования проблемы неспособности домашних хозяйств обслуживать ипотечную задолженность и порождать существенные издержки (BGFRS, 2012). Эти издержки обусловлены пренебрежением недвижимостью и ухудшением ее состояния, когда объекты недвижимости остаются незанятыми в течение нескольких месяцев, а также отрицательным влиянием на социальную среду и криминогенную обстановку (Immergluck and Smith, 2005; 2006). Издержки также связаны с задержками, вызванными наличием большого числа дел о банкротстве в судебном производстве.

В целом чрезмерная задолженность и издержки вследствие обращения взыскания на заложенную недвижимость могут дополнительно сдерживать восстановление цен на жилье и оживление экономической активности. Эти проблемы служат основанием для государственного вмешательства с целью понижения стоимости реструктуризации долгов, облегчения списания задолженности домашних хозяйств и помощи в предотвращении обращения взыскания на заложенную недвижимость (Philippon, 2009).

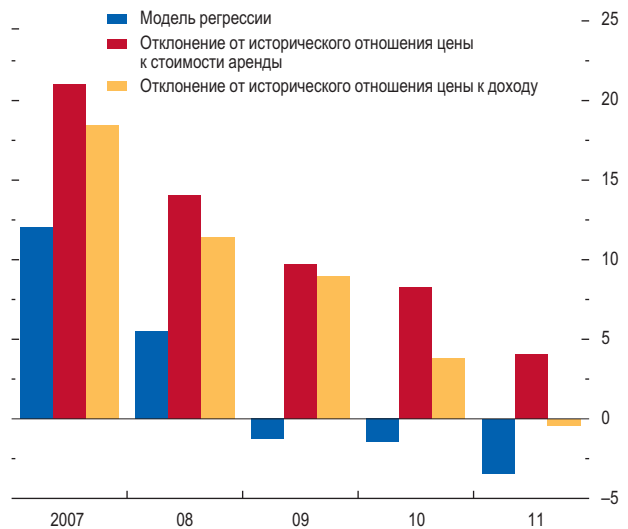
Решение проблемы задолженности домашних хозяйств: ситуационные исследования

Определив, что задолженность домашних хозяйств может усиливать экономические спады и ослаблять подъемы, исследуем, какие ответные меры принимали правительства в периоды сокращения доли заемных средств домашних хозяйств. Вначале мы проанализируем четыре общих подхода, которые в принципе позволяют мерам государственного вмешательства улучшить чисто рыночный результат. Эти подходы не являются взаимоисключающими и могут дополнять друг друга. Каждый из них имеет свои преимущества и недостатки. Выбираемый правительством подход, вероятно, должен отражать институциональные и политические особенности экономики, простор для маневра мерами политики и масштабы проблемы задолженности домашних хозяйств.

- *Временное стимулирование с помощью мер макроэкономической политики.* Как обсуждалось выше, сокращение доли заемных средств домашними хозяйствами после шока для балансов их активов и обязательств может привести к резкому снижению потребления домашних хозяйств, которое окажется значительно ниже его долгосрочного

Рисунок 3.8. Оценочные несоответствия в ценах на жилье в США
(В процентах)

Цены на жилье в США в настоящее время не превышают уровня, на который указывают основанные на регрессии оценки и некоторые исторические оценочные коэффициенты.



Источники: Федеральное управление жилищного строительства; Организация экономического сотрудничества и развития; МВФ, «Международная финансовая статистика»; расчеты персонала МВФ.

Примечание. Показатель модели регрессии указывает на несоответствия в ценах на жилье, когда изменения цен на жилье моделируются как функция изменений личного располагаемого дохода, численности населения трудоспособного возраста, стоимости кредита и цен на акции, уровней процентной ставки и стоимости строительства. Подробнее см. вставку 1.4 в главе 1 октябряского выпуска «Перспектив развития мировой экономики» 2009 года и Igan and Loungani (готовится к печати). Отношение цены к стоимости аренды и отношение цены к доходу показывают отклонение этих отношений в процентах от их средних значений, рассчитанных за период 1970–2000 годов.

уровня. Издержки от сопутствующего сокращения экономической активности могут быть уменьшены путем временного компенсирующего стимулирования с помощью мер макроэкономической политики. В экономике с ограниченным кредитованием домашних хозяйств это является основанием для политики временного увеличения бюджетных расходов, в том числе расходов, ориентированных на домашние хозяйства, испытывающие финансовые затруднения (Eggertsson and Krugman, 2010; Carroll, Slacalek, and Sommer, 2011)¹⁸. Например, имитационные расчеты моделей политики, разработанных шестью директивными учреждениями, показывают, что в существующих условиях временная (двухлетняя) передача одного процента ВВП домашним хозяйствам, испытывающим финансовые затруднения, приведет к увеличению ВВП на 1,3 процента в США и 1,1 процента в Европейском союзе (Coenen and others, 2012)¹⁹. Финансирование временной передачи средств посредством фиксированного налога со всех домашних хозяйств вместо выпуска государственных облигаций приведет к увеличению ВВП при «сбалансированном бюджете» на 0,8 и 0,9 процента, соответственно. Стимулирование мерами денежно-кредитной политики может также облегчить положение домашних хозяйств с крупной задолженностью путем уменьшения бремени обслуживания долга, особенно в странах с переменными ставками по ипотечным кредитам, таких как Испания и Соединенное Королевство. В США с начала Великой рецессии были приняты сильные ответные меры макроэкономической политики, которые значительно превосходили меры в ряде других стран. Они включали в себя меры ФРС для

¹⁸Наличие домашних хозяйств, испытывающих финансовых трудности и характеризующихся высокой предельной склонностью к потреблению располагаемого дохода, повышает эффективность изменений в налогово-бюджетной политике (делая экономику «нерикарданской») в широком диапазоне моделей (обсуждение этого положения см. в работе Coenen and others, 2012). Наличие нулевой нижней границы процентных ставок дополнительно усиливает мультипликаторы, связанные с временными изменениями в налогово-бюджетной политике (Woodford, 2010).

¹⁹Этими шестью директивными учреждениями являются ФРС США, Европейский центральный банк, Европейская комиссия, ОЭСР, Банк Канады и МВФ. В имитационных расчетах предполагается, что директивные ставки ограничиваются нулевой нижней границей (ключевая характеристика ведущих стран с развитой экономикой в настоящее время), а центральный банк не ужесточает денежно-кредитную политику в ответ на увеличение бюджетных расходов. Подробнее см. Coenen and others (2012).

снижения долгосрочных процентных ставок, особенно в важном для рынка жилья сегменте обеспеченных ипотекой ценных бумаг. Однако возможности макроэкономического стимулирования не беспредельны. Высокий государственный долг может ограничивать бюджетные возможности для финансируемой посредством дефицита передачи средств, а нулевая нижняя граница номинальных процентных ставок может воспрепятствовать необходимой корректировке реальных процентных ставок, с тем чтобы домашние хозяйства-кредиторы компенсировали недостаточную загрузку производственных мощностей вследствие сокращения потребления заемщиками.

- *Автоматическая поддержка домашних хозяйств через систему социальной защиты.* Система социальной защиты может автоматически обеспечить адресные трансферты домашним хозяйствам с проблемными балансами активов и обязательств и высокой предельной склонностью к потреблению без необходимости в дополнительном обсуждении мер политики. Например, страхование от безработицы может поддерживать возможности людей обслуживать долги после потери работы, снижая, таким образом, риск сокращения доли заемных средств домашними хозяйствами путем объявления дефолта и соответствующих отрицательных внешних эффектов²⁰. Однако, как и в случае дискреционного бюджетного стимулирования, для того чтобы автоматические стабилизаторы могли полностью функционировать, требуется достаточное бюджетное пространство²¹.
- *Помощь финансовому сектору.* Когда проблема задолженности сектора домашних хозяйств становится настолько серьезной, что просроченные платежи и дефолты грозят нарушить функционирование банковского сектора, вмешательство

²⁰Щедрость и продолжительность соответствующих социальных выплат зависит от страны. В Швеции, например, работники имеют право на получение пособий по безработице в течение 450 дней, хотя при снижающемся коэффициенте замещения по прошествии 200 дней. В США, напротив, выплаты по страхованию от безработицы обычно ограничены 26 неделями, а более длительные пособия предоставляются в периоды высокой безработицы. В феврале 2009 года максимальная продолжительность выплат по безработице была продлена до 99 недель (693 дней), и данное продление было возобновлено в феврале 2012 года.

²¹Кроме того, для своевременного оказания адресной поддержки система социальной защиты должна быть создана до того, как возникнут проблемы с задолженностью домашних хозяйств.

правительства может быть обоснованным. Дефолты домашних хозяйств могут подорвать возможности финансовых организаций и фирм предоставлять и получать кредиты вследствие снижения чистой стоимости их активов, и данное сокращение предложения кредита может привести к уменьшению производственных инвестиций (Shleifer and Vishny, 2010). Ряд мер политики, включая рекапитализацию и покупку правительством проблемных активов, могут предотвратить такое ужесточение доступа к кредиту²². Такая поддержка смягчает воздействие проблемных балансов активов и обязательств домашних хозяйств на финансовый сектор. Введенная в 2008 году в США Программа выкупа проблемных активов была частично основана на таких соображениях. Аналогичным образом, в Ирландии в 2009 году было создано Национальное агентство по управлению активами с целью перенять от банковского сектора проблемные кредиты. Кроме того, помощь финансовому сектору может позволить банкам провести добровольную реструктуризацию задолженности домашних хозяйств. Однако, как показывает современный опыт США, наличие сильных буферов капитала может быть недостаточным, чтобы побудить банки провести крупномасштабную реструктуризацию задолженности домашних хозяйств. Кроме того, данный подход не предотвращает ненужные дефолты домашних хозяйств, определенные как дефолты, связанные с временной нехваткой ликвидности. В дополнение к этому финансовая поддержка кредиторов, стоящих перед лицом широкомасштабного дефолта должников, должна быть тщательно проработана, чтобы не допустить морального риска — косвенного стимулирования рискованной кредитной практики в будущем.

- *Поддержка реструктуризации задолженности домашних хозяйств.* Наконец, правительство может пожелать заняться решением проблемы задолженности домашних хозяйств напрямую, создав систему добровольной внесудебной реструктуризации задолженности домашних хозяйств (включая ее списание) или приняв спонсируемые государством программы реструктуризации задолженности. Такие программы могут помочь восстановить способность заемщиков обслуживать долги, предотвратив, таким

образом, сжатие экономической активности в результате чрезмерных обращений взыскания на заложенную недвижимость и избыточного падения цен на активы. Поскольку программы включают трансферты домашним хозяйствам, испытывающим финансовые затруднения, от финансово более благополучных агентов, они могут также придать импульс росту ВВП, который будет сопоставим с импульсом в результате обсуждавшихся выше бюджетных трансфертов в рамках сбалансированного бюджета. Стоимость таких программ для бюджета может быть также ограничена. Например, как мы увидим позднее, они могут предусматривать покупку правительством у банков проблемных ипотечных кредитов, их реструктуризацию, с тем чтобы сделать их обслуживание финансово приемлемым, и их последующую перепродажу, с тем чтобы компенсировать первоначальные издержки. Такие программы также иногда сосредоточены на облегчении индивидуальной реструктуризации задолженности путем совершенствования институциональной и правовой основы для перезаключения кредитных договоров между кредиторами и заемщиками, что не требует бюджетных затрат. Однако успех этих программ зависит от сочетания их тщательной проработки с реализацией²³. В частности, они должны учитывать моральный риск, когда должникам предоставляется возможность не выполнять первоначальные условия кредитных договоров.

Следует признать, что любое государственное вмешательство создает искажения и ведет к некоторому перераспределению ресурсов в экономике и во времени. Вопрос заключается в том, превышают ли выгоды от вмешательства его издержки. Кроме того, если вмешательство оказывает влияние на бюджет, его масштабы должны быть ограничены существующим бюджетным пространством. Обсуждавшиеся выше подходы различаются по степени перераспределения средств и тому, кто оказывается в выигрыше или проигрыше. Например, наличие системы социальной защиты и степень ее щедрости отражает выбор общества в вопросах перераспределения средств и неравенства. Государственная поддержка банковского сектора и программ реструктуризации задолженности домашних хозяйств является более понятной с точки зрения того, кто оказывается в выигрыше, чем,

²²Обсуждение различных мер политики, принятых для преодоления финансового кризиса, см. в работе Honohan and Laeven (2005).

²³Детально принципы государственных программ реструктуризации задолженности домашних хозяйств обсуждаются в работе Laeven and Laryea (2009).

скажем, денежно-кредитное стимулирование или снижение подоходного налога. Социальные трения, к которым может вести такое перераспределение, способны ограничивать его политическую целесообразность. В работе Mian, Sufi, and Trebbi (2012) обсуждаются вопросы политической борьбы между кредиторами и должниками и делается вывод о том, что политические системы, как правило, становятся более поляризованными после финансовых кризисов. Авторы работы также утверждают, что проблемы коллективных действий (испытывающие трудности держатели ипотечных кредитов могут быть политически хуже организованы, чем банки) могут затруднять усилия по реструктуризации задолженности домашних хозяйств. Кроме того, все меры политики для преодоления последствий чрезмерной задолженности домашних хозяйств должны быть тщательно проработаны, чтобы свести к минимуму возможность морального риска и принятия чрезмерного риска в будущем как заемщиками, так и кредиторами.

Для того чтобы определить, как на практике такие меры политики могут смягчать проблемы, связанные с задолженностью домашних хозяйств, проанализируем эффективность принимавшихся правительствами мер во время нескольких эпизодов сокращения доли заемных средств домашних хозяйств. Сосредоточим внимание на мерах политики, которые напрямую поддерживают реструктуризацию задолженности домашних хозяйств, ввиду большого объема литературы по другим методам политики. Например, существует большой объем литературы по определяющим факторам и последствиям налогового-бюджетной и денежно-кредитной политики. Был также проведен ряд исследований международного опыта применения мер политики в отношении финансового сектора.

Нами были рассмотрены следующие эпизоды: США в 1930-е годы и в настоящее время, Венгрия и Исландия в настоящее время, Колумбия в 1999 году и три скандинавских страны (Финляндия, Норвегия, Швеция) в 1990-е годы. В каждом случае имел место спад на рынке жилья, которому предшествовало или одновременно с которым происходило значительное увеличение задолженности домашних хозяйств, но ответные меры политики различались²⁴. Для начала мы состави-

²⁴Мы не обсуждаем падение цен на недвижимость в 1990-х годах в Японии, так как доля заемных средств домашних хозяйств относительно безопасных и ликвидных активов в то время была низкой, и сокращение доли заемных средств домашних хозяйств не было ключевой характеристикой этого эпизода. Как поясняется в работе Nakagawa and Yasui (2009),

ли краткий перечень факторов, которые привели к накоплению задолженности или сокращению доли заемных средств домашних хозяйств. Затем мы обсудили ответные меры правительств, сосредоточив внимание на мерах политики, которые призваны напрямую решать проблему отрицательного влияния задолженности домашних хозяйств на экономическую активность. Наконец, мы резюмировали уроки, которые могут быть извлечены из ситуационных исследований²⁵.

Факторы в основе накопления задолженности домашних хозяйств

В каждом из этих эпизодов ослабление кредитных ограничений позволило домашним хозяйствам увеличить свою задолженность. Рост доступности кредита был связан с финансовыми инновациями, либерализацией финансовой сферы и ослаблением стандартов кредитования. Волна оптимизма домашних хозяйств относительно будущих доходов и стоимости активов также сыграла свою роль и вместе с ростом доступности кредита способствовала возникновению бумов на рынке жилья и фондовой бирже.

Пример США в 1920-е годы — «бурные двадцатые» — показывает роль повышения доступности кредита и потребительского оптимизма

«финансы домашних хозяйств Японии не сильно пострадали в результате «прорыва пузыря» в середине 1990-х годов. Однако банки, накопившие на стороне обязательств своих балансов крупные депозиты домашних хозяйств, стали жертвой своих крупных авуаров в необслуживаемых корпоративных кредитах и обусловленного этим ухудшения капитала во время спада; в ответ банки в этот период существенно ужесточили условия предоставления кредитов» (стр. 82).

²⁵Другие страны в настоящее время также принимают меры для решения напрямую проблемы задолженности домашних хозяйств. Например, в Соединенном Королевстве План поддержки ипотечных кредитов домашних хозяйств имеет своей целью временно ослабить бремя обслуживания задолженности домашних хозяйств посредством государственной гарантии для отложенных процентных платежей; План спасения ипотечного кредитования имел своей целью защитить наиболее уязвимые группы от обращения взыскания на заложенную недвижимость, а План поддержки ипотечных процентных платежей обеспечивал большему числу домашних хозяйств помощь в осуществлении их процентных платежей. Реформы, проводимые в настоящее время в Ирландии, включают в себя модернизацию режима банкротства с целью сделать его менее обременительным и облегчить добровольное внесудебное урегулирование как обеспеченных, так и необеспеченных долгов между заемщиками и кредиторами. В Латвии усилия властей были сосредоточены на усилении системы урегулирования задолженности на рыночных принципах (см. Erbenova, Liu, and Saxegaard, 2011).

в увеличении задолженности домашних хозяйств. Технический прогресс привел к широкому распространению новых потребительских товаров, таких как автомобили и радиоприемники. Финансовые инновации облегчили получение кредита домашними хозяйствами для покупки таких товаров длительного пользования, а также ипотечных кредитов. Особенно широкое распространение получили покупки крупных товаров длительного пользования в рассрочку (Olney, 1999). Первопроходцем стала компания «General Motors», учредившая в 1919 году «General Motors Acceptance Corporation» (GMAC) для выдачи кредитов на покупку автомобилей. К 1927 году две трети новых автомобилей и бытовой техники покупались с оплатой в рассрочку. Потребительская задолженность увеличилась вдвое, с 4,5 процента доходов физических лиц в 1920 году до 9 процентов доходов физических лиц в 1929 году. За тот же период ипотечная задолженность возросла с 11 до 28 процентов валового национального продукта, что было частично связано с новыми формами кредитования, такими как ипотечные кредиты при высокой долговой нагрузке и ранние формы секьюритизации (Snowden, 2010). Отражая расширение экономики и оптимизм в отношении дальнейшего роста цен на жилье, произошел бум цен на активы²⁶. Реальные цены на жилье за период с 1921 по 1925 год возросли на 19 процентов, в то время как котировки на фондовой бирже за период с 1921 по 1929 год повысились на 265 процентов²⁷.

Рост доступности кредита вследствие финансовой либерализации и снижения стандартов кредитования также способствовал увеличению задолженности домашних хозяйств в более поздних рассматриваемых нами случаях. Скандинавские страны в 1980-х годах отменили широкие ценовые и количественные ограничения на финансовые продукты. Колумбия в начале 1990-х годов осуществила серию мер по либерализации счета операций с капиталом и финансового сектора. Столь быстрое сокращение государственного регулирования существенно стимулировало конкурентную борьбу

²⁶Рассматривая причины этого оптимизма, в работе HARRIS (1951) поясняется, что «в двадцатые годы, как в любой другой период благоприятных экономических условий, люди брали на себя ипотечные долги, будучи уверенными в том, что они смогут оплачивать их без особых трудностей... В течение длительных периодов стоимость земли и благоустройства повышалась в достаточной степени, чтобы поддерживать широко распространенное мнение, что собственный капитал заемщика с годами будет расти, хотя изначально он был невелик». (стр. 7)

²⁷В некоторых районах, например на Манхэттене и во Флориде, рост был значительно большим (на 30–40 процентов).

за клиентов, что в сочетании с сильными налоговыми стимулами для инвестиций в жилье и оптимизмом относительно стоимости активов привело к резкому росту задолженности домашних хозяйств в этих странах²⁸. Аналогичным образом, вслед за приватизацией и либерализацией банковской системы в 2003 году были существенно ослаблены ограничения на заимствования домашних хозяйств в Исландии²⁹. Впервые стало возможным рефинансировать ипотечные кредиты и изымать выплаченный капитал. Допустимое отношение суммы кредита к стоимости залога (ОКЗ) было повышено государственным Фондом финансирования жилья до 90 процентов и даже еще в большей степени вновь образованными частными банками, которые конкурировали за доли на рынке. В Венгрии наличие подавленного спроса в сочетании с перспективами членства в ЕС вызвали кредитный бум, и непогашенная задолженность домашних хозяйств увеличилась с низкого уровня в семь процентов ВВП в 1999 году до 33 процентов в 2007 году. Первая часть данного кредитного бума также характеризовалась ростом цен на жилье, вызванным щедрыми жилищными субсидиями. В США расширение предложения кредита в 2000-е годы домашним хозяйствам, которые ранее были неспособны получить ссуды, включало более широкое применение частной секьюритизации и появление так называемых экзотических ипотечных кредитов, таких как кредиты с условием оплаты только процентов, кредитов с отрицательной амортизацией и кредитов «NINJA» (для заемщиков без доходов, без работы, без активов).

Факторы, вызвавшие сокращение доли заемных средств домашних хозяйств

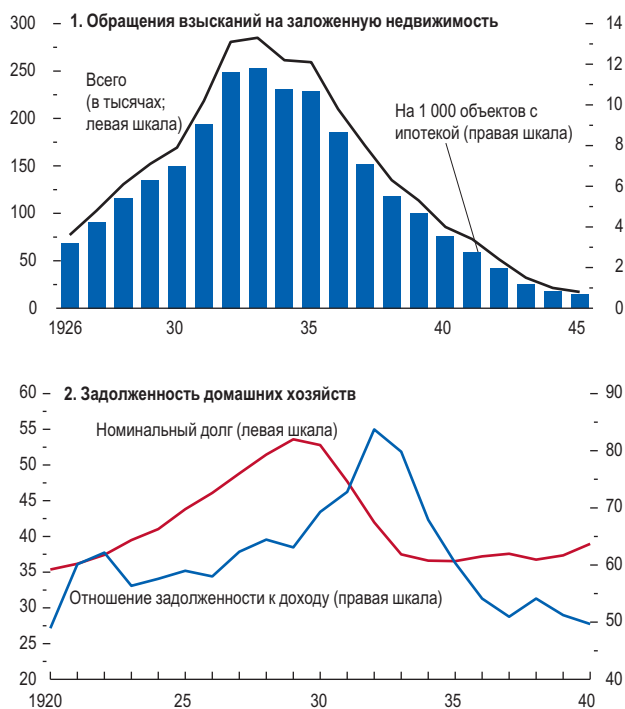
Окончание бума цен на активы и последовавшее падение стоимости активов домашних хозяйств

²⁸В Финляндии отношение задолженности к располагаемому доходу домашних хозяйств увеличилось с 50 процентов в 1980 году до 90 процентов в 1989 году; в Швеции оно возросло с 95 до 130 процентов. В Колумбии банковский кредит частному сектору возрос с 32 процентов ВВП в 1991 году до 40 процентов в 1997 году.

²⁹Финансовые рынки в Исландии жестко регулировались до 1980-х годов. Либерализация началась в 1980-х годах и ускорилась в 1990-х годах, не в последнюю очередь вследствие обязательств и возможностей, возникших в результате решения о вступлении в Европейскую экономическую зону в 1994 году. С конца 1990-х годов по 2003 год было поэтапно приватизировано три новых крупных банка Исландии; их приватизация сопровождалась широкими обвинениями в политическом фаворитизме (см. OECD, 2009).

Рисунок 3.9. Обращения взысканий на заложенную недвижимость и задолженности домашних хозяйств во время Великой депрессии в США

После того как цены на жилье достигли пика в 1925 году, коэффициент обращения взысканий на заложенную недвижимость в течение следующих восьми лет неуклонно рос. Хотя большое количество дефолтов привело к уменьшению суммы непогашенного номинального долга, начиная с 1930 года, из-за краха доходов домашних хозяйств отношение задолженности к доходу продолжало увеличиваться до 1933 года.



Источник: расчеты персонала МВФ.
Примечание. Отношение задолженности к доходу выражено в процентных пунктах; номинальный долг домашних хозяйств выражен в миллиардах долларов США.

вызвало сокращение доли заемных средств домашних хозяйств во всех рассматриваемых нами эпизодах. В США бум цен на жилье 1920-х годов закончился, когда они достигли своего пика в 1925 году. Темпы обращения взыскания на заложенную недвижимость после этого неуклонно росли (рис. 3.9), повысившись с 1926 по 1933 годы с 3 до 13 обращений взыскания на 1000 объектов недвижимости с ипотекой. Другим шоком для стоимости активов домашних хозяйств стал крах фондовой биржи в октябре 1929 года, с которого началась Великая депрессия. Спад на рынке жилья также имел место в скандинавских странах в конце 1980-х годов и в Колумбии в середине 1990-х годов. Аналогичным образом, окончание бума цен на жилье и крах цен на акции серьезно подорвали финансовое состояние домашних хозяйств в Исландии и США в начале Великой рецессии. Во всех этих случаях сокращение доли заемных средств домашних хозяйств началось вскоре после краха цен на активы. Кроме того, сжатие доступного кредита вследствие банковского кризиса вызвало сокращение доли заемных средств домашних хозяйств во всех этих эпизодах. Напряженное состояние балансов активов и обязательств домашних хозяйств вследствие падения стоимости их активов быстро распространилось на балансы финансовых посредников, что привело к ужесточению стандартов кредитования и дальнейшему сокращению доли заемных средств домашних хозяйств.

События в Исландии в 2008 году служат особенно мрачной иллюстрацией того, как крах цен на активы и ухудшение экономических перспектив в сочетании с крупным банковским кризисом приводят к чрезмерной задолженности домашних хозяйств и необходимости сокращения доли заемных средств. Три крупнейших банка Исландии потерпели крах в течение одной недели в октябре 2008 года. Балансы активов и обязательств домашних хозяйств после этого подверглись сильному давлению под воздействием ряда факторов (рис. 3.10). Во-первых, падение доверия вызвало резкое снижение цен на активы, которые ликвидировало предшествующий прирост чистой стоимости активов. В то же время сильная инфляция и крупное снижение курса кроны в 2008–2009 годах вызвали резкое увеличение задолженности домашних хозяйств, так как практически все кредиты были привязаны к индексу потребительских цен (ИПЦ) или обменному курсу. Индексированные по ИПЦ ипотечные кредиты с ОКЗ выше 70 процентов стали негативными вследствие роста инфляции на 26 процентов при 11-процентном падении цен на жилье. Аналогичным образом, ввиду падения

курса кроны на 77 процентов индексированные по обменному курсу ипотечные кредиты с ОКЗ выше 40 процентов также стали негативными. Инфляция и падение курса вызвали резкий рост платежей по обслуживанию задолженности, в то время как рост располагаемого дохода остановился. Сочетание чрезмерной задолженности с проблемами ее обслуживания имело разрушительный эффект. К концу 2008 года 20 процентов владельцев жилья под ипотекой имели отрицательную стоимость собственного капитала в форме жилья (эта цифра достигла максимума в 38 процентов в 2010 году), в то время как почти четверть из них должны были производить платежи в счет обслуживания долга, превышавшие 40 процентов их располагаемого дохода.

Ответные меры политики

Суммировав факторы, которые привели к увеличению задолженности или уменьшению доли заемных средств домашних хозяйств, перейдем к мерам политики, которые принимали правительства, чтобы смягчить отрицательные последствия для экономической активности. Для каждого эпизода начнем с краткого обзора осуществленных мер политики и политического контекста, в котором они принимались. Затем рассмотрим, сколь эффективными были эти меры в устранении отрицательного воздействия задолженности домашних хозяйств на экономическую активность. В частности, мы изучим, помогли ли они предотвратить обращение взыскания на заложенную недвижимость (за счет реструктуризации большей доли ипотечных кредитов), обеспечить трансферты домашним хозяйствам, ограниченным в доступе к кредитам и имеющим высокую предельную склонность к потреблению, и сократить чрезмерную задолженность. В то же время малое количество рассмотренных эпизодов и отсутствие контрфактического опыта осложняет количественное выражение влияния этих мер политики на макроэкономические агрегаты, такие как реальный ВВП.

Обсуждение начинается с двух случаев, которые иллюстрируют в целом успешные подходы к решению проблемы задолженности домашних хозяйств, — в США во время Великой депрессии и в Исландии с начала Великой рецессии. Затем мы сопоставим эти случаи с менее успешными эпизодами — Колумбией в 1990-е годы и Венгрией и США во время Великой рецессии. Наконец, мы рассмотрим случай скандинавских стран в 1990-е годы, когда, несмотря на крупное увеличение задолженности домашних хозяйств, власти не

приняли дискреционных мер политики для реструктуризации задолженности домашних хозяйств.

США во время Великой депрессии

Этот эпизод иллюстрирует смелую и в целом успешную поддержанную правительством программу реструктуризации задолженности домашних хозяйств, призванную предотвратить обращение взыскания на заложенную недвижимость — создание Корпорации кредитования домовладельцев США (ККД). ККД была создана в 1933 году после того, как ряд предыдущих инициатив, направленных на сокращение растущего числа обращений взыскания, оказались малоэффективными (см. рис. 3.9), а в обществе были сильны требования крупномасштабного вмешательства³⁰. Как объясняется в работе Harriss (1951), «огромные социальные издержки, вызванные глубокой депрессией, ярко и драматично отражены в документах Корпорации кредитования домовладельцев. Требования прямых действий со стороны правительства были настойчивыми и почти единогласными» (стр. 9). В апреле 1933 года вновь избранный Президент Франклин Рузвельт потребовал от Конгресса принять законодательство, которое предотвратит обращение взыскания на заложенную недвижимость, и летом того же года была создана ККД³¹.

Для предотвращения обращений взыскания на заложенную недвижимость по ипотечным кредитам ККД выкупила у банков проблемные ипотечные кредиты в обмен на облигации с федеральной гарантией оплаты процентов и основной суммы долга. Затем она реструктурировала эти ипотечные кредиты, чтобы сделать их финансово более приемлемыми для заемщиков, и разработала методы работы с заемщиками, которые перестали осуществлять платежи или потеряли работу, включая оказание помощи в поиске работы (во вставке 3.1 приводятся более подробные сведения о программе). ККД выкупила порядка одного миллиона проблемных ипотечных кредитов, по которым существовал риск обращения взыскания на заложенную

³⁰Предшествующие меры политики включали ряд инициатив на уровне штатов по введению мораториев на обращение взыскания на заложенную недвижимость, а также Закон о Федеральном банке жилищного кредитования (ФБЖК) 1933 года, призванный увеличить банковское кредитование путем предоставления средств банкам, испытывавшим нехватку ликвидности. В рамках Закона о ФБЖК за первые два года его существования были приняты всего три из 41 000 заявок.

³¹Вследствие дефолтов задолженность домашних хозяйств в номинальном выражении сокращалась с 1929 года, но продолжала расти относительно падавших доходов домашних хозяйств до 1933 года (см. рис. 3.9).

недвижимость, что составляло приблизительно пятую часть всех ипотечных кредитов. Из этого миллиона ипотечных кредитов примерно 200 000 завершились обращением взыскания на заложенную недвижимость заемщиков, которые не осуществляли платежей по переоформленным ипотечным кредитам. Программа ККД помогла защитить от обращения взыскания остальные 800 000 ипотечных кредитов, что соответствовало 16 процентам всех ипотечных кредитов (таблица 3.1)³². Сумма ипотечных кредитов, выкупленных ККД, составила 4,75 млрд долл. США (8,4 процента ВВП 1933 года), и со временем эти ипотечные кредиты были проданы, обеспечив номинальную прибыль к моменту завершения программы ККД в 1951 году. Успех программы ККД в предотвращении обращения взыскания при ограниченных бюджетных издержках, возможно, служит одной из причин, по которым ученые и государственные деятели призывали к применению аналогичного подхода во время недавней рецессии.

Важной особенностью ККД стала эффективная передача средств домашним хозяйствам, которые имели ограниченный доступ к кредиту, балансы активов и обязательств которых находились в напряженном состоянии и которые характеризовались высокой предельной склонностью к потреблению, что ослабило отрицательные последствия для совокупного спроса, как обсуждалось выше. Цель, как подчеркнул Президент Рузвельт в обращении к Конгрессу, состояла в том, чтобы освободить «мелкого домовладельца ... от бремени чрезмерных процентных платежей и платежей в погашение основной суммы, образовавшихся в период более высоких значений стоимости и более высоких доходов» (Harriss, 1951, стр. 9). Соответственно, ККД изменила условия по ипотечным кредитам: типичный срок погашения в 5–10 лет и часто переменные процентные ставки были заменены 15-летним, а иногда и 20-летним сроком погашения и фиксированной процентной ставкой (Green and Wachter, 2005). Сделав платежи по ипотечным кредитам финансово более приемлемыми, ККД фактически передала средства домашним хозяйствам с проблемными ипотечными кредитами, которые имели более высокую предельную склонность к потреблению, забрав их от кредиторов, которые (предположительно) имели более низкую

³²В работах Fishback and others (2010) и Courtemanche and Snowden (2011) приводятся сведения о том, что эта мера облегчила ситуацию на рынке жилья, поддержав стоимость жилья и основы домовладения.

предельную склонность к потреблению³³. В ряде случаев ККД также списала часть основной суммы долга, с тем чтобы ни один кредит не превышал 80 процентов оценочной стоимости жилья, ослабив, таким образом, обсуждавшиеся выше отрицательные последствия чрезмерной задолженности.

Исландия во время Великой рецессии

Пример Исландии показывает, как с помощью многоуровневого подхода можно облегчить бремя задолженности большей части домашних хозяйств и остановить рост дефолтов. Смелые антикризисные меры Исландии были мотивированы огромным масштабом проблемы задолженности домашних хозяйств (рис. 3.10) и сильным социальным давлением, требовавшим вмешательства правительства. Во время протестов, возможно, ставших крупнейшими в истории страны, тысячи людей вышли на улицы, требуя списания задолженности. В течение двух лет правительство создало систему решения проблемы задолженности домашних хозяйств в контексте поддержанной МВФ программы.

Принятый подход к решению проблемы задолженности домашних хозяйств включал несколько элементов. Для начала были приняты временные меры в целях краткосрочного облегчения бремени задолженности, с тем чтобы семьи не теряли жилье из-за временных проблем, а также с тем чтобы не допустить резкого роста обращений взыскания на заложенную недвижимость, ведущего к обвалу на рынке жилья. Эти меры включали мораторий на обращение взыскания, временную приостановку обслуживания долга по кредитам, индексированным по валютному курсу и ИПЦ, и переоформление таких кредитов (сглаживание платежей). Приблизительно половина домашних хозяйств с кредитами, отвечавшими установленным критериям, воспользовалась мерами для сглаживания платежей, что обеспечило уменьшение платежей по обслуживанию долга приблизительно на 15–20 процентов в случае индексированных по ИПЦ кредитов и на 30–40 процентов в случае индексированных по валютному курсу кредитов.

На более позднем этапе домашним хозяйствам была предоставлена возможность внесудебной

³³ККД также изменила ипотечные кредиты с переменной процентной ставкой и оплатой только процентов на кредиты с фиксированной процентной ставкой и полной амортизацией задолженности. Это уменьшило неопределенность в отношении будущих обязательств по обслуживанию долга и означало меньшие потребности в превентивных сбережениях, а также помогло домовладельцам избежать крупных разовых выплат по окончании срока погашения.

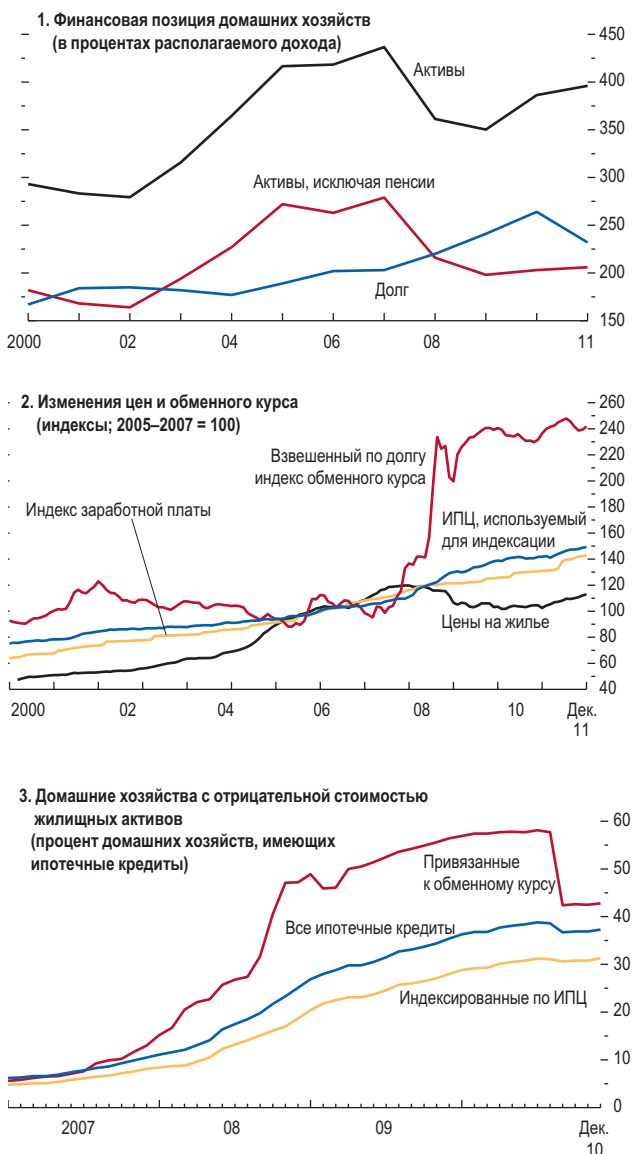
реструктуризации кредитов посредством прямой договоренности с кредиторами или с помощью (недавно созданного) Офиса омбудсмена должников (ОД), действовавшего от их имени. Договоренности заключались на индивидуальной основе, но были основаны на общих формулах, выработанных в рамках диалога между правительством и финансовыми организациями. Эти формулы позволили провести значительное частичное списание кредитов для приведения обеспеченных займов в соответствие с базовым залогом, а платежей по обслуживанию долга — с возможностью производить платежи. Заключение договоренностей на индивидуальной основе позволяло защитить права собственности и уменьшить моральный риск, но занимало много времени. На январь 2012 года были обработаны только 35 процентов индивидуальных заявок на реструктуризацию задолженности. Чтобы ускорить ход работы, был принят план прощения долга, в рамках которого ипотечные кредиты с сильно отрицательной стоимостью подлежали частичному списанию до уровня в 110 процентов от стоимости залоговых активов домашних хозяйств. Кроме того, большая часть держателей ипотечных кредитов получила крупную субсидию процентной ставки на двухлетний период, которая финансируется временным сбором с финансового сектора. Подробное описание системы реструктуризации задолженности домашних хозяйств приводится во вставке 3.2³⁴.

Финансовые организации Исландии имели как стимулы, так и финансовые возможности принять участие в программе. После драматичного краха банковской системы созданные на ее руинах три крупных новых банка приобрели ссудные портфели по справедливой стоимости, учитывавшей необходимость в частичном списании. Это предоставило им финансовые возможности взять на себя издержки, связанные со списаниями, и они часто брали на себя инициативу. Большую часть издержек, связанных с реструктуризацией задолженности, косвенно оплатили иностранные кредиторы, которые понесли существенные потери при банкротстве банков. Создание соответствующих стимулов для привлечения к участию в программе домашних хозяйств было более сложным делом. Сочетание индексации, инфляции и падения цен на жилье означало, что чем дольше будут ждать домашние хозяйства, тем более крупной будет часть списанного долга. Безусловный мораторий на обращение

³⁴ Полное описание реструктуризации задолженности домашних хозяйств в Исландии см. в работе Karlsdóttir, Kristinsson, and Rozwadowski (готовится к печати).

Рисунок 3.10. Баланс активов и обязательств домашних хозяйств во время Великой рецессии в Исландии

В 2008 году финансовая позиция домашних хозяйств Исландии стала крайне напряженной. Падение цен на активы ликвидировало предыдущее увеличение чистой стоимости активов, в то время как широкая индексация в сочетании с возросшей инфляцией и снижением обменного курса привели к росту номинального долга домашних хозяйств. Доля держателей ипотечных кредитов с отрицательной стоимостью принадлежащего им жилья неуклонно росла и достигла почти 40 процентов к 2010 году.



Источники: Центральный банк Исландии; Статистическое бюро Исландии; расчеты персонала МВФ.

Примечание. На панели 1 пенсионные активы скорректированы на 25-процентный налог. ИПЦ — индекс потребительских цен. Обменный курс — курс национальной валюты.

Таблица 3.1. Поддержанные правительства программы внесудебной реструктуризации задолженности в отдельных странах, вошедших в ситуационные исследования

Программа	Бенефициары	Модификация долга	Стимулы и разделение бремени	Охват (в процентах ипотечных кредитов, если не указано иное)
Соединенные Штаты, 1929 год				
Корпорация кредитования домовладельцев	Домашние хозяйства в состоянии дефолта (или ипотеки под риском в авуарах финансовых организаций, испытывающих трудности)	Бремя погашения дополнительно уменьшено путем продления сроков погашения и снижения процентных ставок. Уменьшение основной суммы долга до максимального отношения суммы кредита к стоимости залога (ОКЗ) в 80 процентов.	Моральный риск был предотвращен, так как программа ограничивалась домашними хозяйствами, уже находившимися в состоянии дефолта. Участие было добровольным, но кредиторам были предложены выплаты, превышавшие суммы, которые можно было получить путем обращения взыскания на залог. Критерии участия в программе обеспечивали возможность обслуживания новых кредитов заемщиками и ограничивали потенциальные потери для налогоплательщиков. Бремя, связанное с уменьшением основной суммы долга, было разделено между кредиторами и правительством. Правительство несло риск по реструктурированным ипотечным кредитам.	Общее количество домашних хозяйств: 25 млн Домашние хозяйства с ипотечными кредитами: 5 млн Ипотечные кредиты, отвечавшие критериям участия в программе: 50 процентов Полученные заявки: 38 процентов Утвержденные заявки: 20 процентов Предотвращенные обращения взыскания на залог: 800 000 Общая утвержденная сумма: 4,8 млрд долл. США (8,5 процента валового национального продукта, ВНП) Общий объем реструктуризации: 3,1 млрд долл. США (5,5 процента ВНП)
Исландия, 2008 год				
Сглаживание платежей	Домашние хозяйства с ипотечными кредитами и автокредитами, привязанными к индексу цен (ИПЦ) и валютному курсу	Бремя обслуживания задолженности облегчается путем реоформления долга и продления срока погашения.	Ипотечные кредиты, привязанные к ИПЦ: законодательное требование Кредиты, привязанные к валютному курсу: соглашение между правительством и кредиторами	Общее количество домашних хозяйств: 130 000 Домашние хозяйства с ипотечными кредитами: 85 000 <i>Показатели финансовых затруднений (исключая воздействие мер)¹:</i> Домашние хозяйства с отрицательной стоимостью актива (2010 год): 40 процентов Домашние хозяйства с платежами по обслуживанию долга, превышающими 40 процентов располагаемого дохода (2010 год): 30 процентов Ипотечные кредиты в состоянии дефолта (2010 год): 15 процентов <i>Охват:</i> Сглаживание платежей по кредитам, привязанным к ИПЦ и валютному курсу: 50 процентов
Отраслевая договоренность (администрируемая банками добровольная реструктуризация)	Домашние хозяйства с несколькими кредиторами, испытывающие трудности обслуживания долга, но способные обслуживать ипотечные кредиты в размере, по крайней мере, 70 процентов стоимости жилья	Обслуживание долга сокращается до уровня способности производить платежи. Долг уменьшается до 100 процентов стоимости залога, если домашние хозяйства соблюдают график сокращенных платежей в течение трех лет.	Разработанное правительством соглашение между крупнейшими кредиторами. Участие является добровольным. Если договоренность не достигается, должники могут обращаться к Омбудсмену должников (ОД) или в суды. Бремя реструктуризации кредитов ложится на кредиторов.	Утвержденная реструктуризация и реструктуризация в процессе рассмотрения: Отраслевая договоренность: 1,6 процента ОД: 3,9 процента Частичное списание ипотечных кредитов домашних хозяйств с существенной отрицательной стоимостью актива: 14,9 процента
Администрируемая ОД добровольная реструктуризация	Аналогично отраслевой договоренности, но охватывает менее зажиточные домашние хозяйства. Предназначена для домашних хозяйств, которым требуются консультативные услуги и поддержка в решении проблем с кредиторами.	Аналогично отраслевой договоренности, но допускает более глубокое временное сокращение бремени обслуживания долга. Процедуры являются более адресными и сложными, чем при отраслевой договоренности.	Законодательно введенная система, которая обеспечивает администрируемую судами реструктуризацию при неудачном исходе переговоров. Бремя реструктуризации кредитов ложится на кредиторов.	Утвержденная реструктуризация и реструктуризация в процессе рассмотрения: Отраслевая договоренность: 1,6 процента ОД: 3,9 процента Частичное списание ипотечных кредитов домашних хозяйств с существенной отрицательной стоимостью актива: 14,9 процента

Программа	Бенефициары	Модификация долга	Стимулы и разделение бремени	Охват (в процентах ипотечных кредитов, если не указано иное)
Исландия, 2008 год				
Частичное списание ипотечных кредитов домашних хозяйств с существенной отрицательной стоимостью актива	Домашние хозяйства с ОКЗ свыше 110 процентов на декабрь 2010 года	Основная сумма долга уменьшается до 110 процентов стоимости принимаемых в залог активов должника.	Соглашение между ипотечными кредиторами и правительством. Участие было добровольным, но кредиторы приняли участие, так как стоимость кредитов после частичного списания превышала стоимость вероятного взыскания посредством процедуры банкротства. Моральный риск был предотвращен, так как программа ограничивалась домашними хозяйствами с ОКЗ свыше 110 процентов на декабрь 2010 года. Бремя реструктуризации кредитов ложится на кредиторов.	
Соединенные Штаты 2009 год				
Программа модификации ипотечных кредитов (ПМИК) ²	Домашние хозяйства в состоянии дефолта	Главной целью является снижение бремени осуществления платежей посредством 1) уменьшения процентной ставки; 2) продления срока погашения; 3) отсрочки выплаты и, начиная с октября 2010 года, уменьшения основной суммы долга за рамками спонсируемых правительством предприятий (корпорации Fannie Mae, Freddie Mac).	Участие является добровольным (исключая получателей средств в рамках Программы выкупа проблемных активов). Частичное списание основной суммы долга применяется редко, что повышает вероятность повторного дефолта модифицированных кредитов. Реструктуризация проводится по инициативе обслуживающих организаций (не кредиторов), для которых не были созданы достаточные стимулы к участию. Секьюритизация и вторичные залоговые права создают конфликт интересов.	Общее количество домашних хозяйств: 114 млн Домашние хозяйства с ипотечными кредитами: 51 млн Домашние хозяйства с отрицательной стоимостью актива: 23 процента Целевой охват: 6–8 процентов Пробные модификации: 4 процента Постоянные модификации: 1,9 процента Общая сумма выделенных средств: 29,9 млрд долл. США (0,2 процента ВВП) ³ Общая использованная сумма: 2,3 млрд долл. США ³
Венгрия 2011 год				
Сентябрь 2011 года	Не имеющие просроченной задолженности заемщики с ипотечными кредитами, выраженными в иностранной валюте	Частичное списание основной суммы долга при предоплате ипотечных кредитов по преференциальному обменному курсу	Законодательно введенная система Бремя частичного списания ложится исключительно на кредиторов Требование предоплаты ограничивает возможности участия заемщиков.	Количество домашних хозяйств: 4 млн Домашние хозяйства с ипотечными кредитами: 800 000 Ипотечные кредиты с просроченной задолженностью: 90 000 Технически имеющие право на участие: 90 процентов Практически имеющие право на участие: 25 процентов Предварительный охват: 15 процентов
Колумбия 1999 год				
1999 год	Держатели ипотечных кредитов	Банки вынуждены принимать недвижимость с отрицательной стоимостью и рассматривать кредиты как полностью выплаченные Бремя погашения уменьшено путем снижения процентных ставок	Участие в программе по решению суда Проблема морального риска и потеря доверия привели к сокращению кредитования.	Количество домашних хозяйств: ±10 млн Домашние хозяйства с ипотечными кредитами: ±700 000 Ипотечные кредиты с просроченной задолженностью: 126 000 (пик в 2002 году) Отчужденное жилье: 43 000 (1999–2003 годы) Заемщики, имеющие право на участие: ±100 процентов

¹Почти общая индексация привела к тому, что в 2010 году, через два года после спада, показатели финансовых затруднений напряженности достигли пика.

²ПМИК является главной программой реструктуризации задолженности. Как обсуждается в тексте, существуют другие инициативы в рамках Программы обеспечения доступности жилья (ОДЖ). Описание программы и цифры даются по состоянию на конец 2011 года.

³Источником данных является бюллетень «Daily TARP Update» за 30 декабря 2011 года (Вашингтон, Министерство финансов США). Отражает сумму выделенных средств по всем инициативам ОДЖ. Общая сумма выделенных средств по всем жилищным программам в рамках Программы выкупа проблемных активов (ТАРП) составляет 45,6 млрд долл. США.

взыскания на заложенную недвижимость и приостановка платежей по обслуживанию долга также уменьшали стимул для решения проблемы задолженности, а частые пересмотры механизма реструктуризации задолженности создавали ожидание еще более щедрых предложений. Только после создания комплексной системы с четкими конечными сроками наконец начались списания долгов. На январь 2012 года от 15 до 20 процентов всех ипотечных кредитов прошли процедуру (или находились в процессе) частичного списания (таблица 3.1).

В целом, хотя еще не сформировалось окончательного мнения относительно эффективности подхода Исландии к решению проблемы задолженности домашних хозяйств, ответные меры политики, как представляется, позволили устранить основные механизмы, посредством которых задолженность домашних хозяйств может тормозить рост экономики страны. Благодаря временному мораторию и согласованным усилиям по выработке долговременного решения проблемы задолженности домашних хозяйств был предотвращен всплеск обращения взыскания на заложенную недвижимость. Позволив домашним хозяйствам уменьшить свою задолженность и платежи по обслуживанию долга, система реструктуризации задолженности обеспечила передачу ресурсов экономическим агентам с относительно высокой предельной склонностью к потреблению. Аналогичную роль играет оплаченная финансовым сектором субсидия процентных ставок. Наконец, списание существенной части чрезмерной задолженности домашних хозяйств (то есть превышающей активы домашних хозяйств) смягчает вызванные ею проблемы. Однако то, насколько метод Исландии позволяет достичь главной цели восстановления устойчивого положения домашних хозяйств при минимальном моральном риске, еще предстоит увидеть.

Колумбия в 1990-е годы

Данный эпизод показывает, как меры для решения проблемы задолженности домашних хозяйств, которые возлагают бремя на хрупкий банковский сектор, могут привести к сокращению кредитования. После внезапной остановки притока капитала в 1997 году, вызванной Азиатским и Российским кризисами, и связанного с ней роста процентных ставок резко возросли дефолты домашних хозяйств, и ипотечные кредиторы понесли существенные потери (Fogafin, 2009). В условиях резкого увеличения обязательств по ипотечным кредитам, в то время как цены на жилье обрушились, а безработица повысилась, многие заемщики обратились в суды (Fogero, 2004). В качестве ответной меры власти

страны провели в 1999 году программу реструктуризации банков, а конституционный суд принял ряд постановлений, направленных на уменьшение бремени ипотечной задолженности домашних хозяйств и предотвращение обращений взыскания на заложенную недвижимость. В частности, суд постановил, что ипотечные кредиты более не позволяют обращать взыскания на все имущество должника, и домашние хозяйства получили возможность разрывать соглашения об ипотечном кредитовании. Суд также объявил неконституционной капитализацию процентов по необслуживаемым кредитам.

Эти реформы представляли собой существенную передачу средств домашним хозяйствам с проблемными балансами активов и обязательств (которые, вероятно, имели высокую предельную склонность к потреблению), но привели к высоким убыткам непрочного финансового сектора. Реформы также стимулировали «стратегические» дефолты домашних хозяйств, которые в противном случае оплатили бы свои кредиты, что еще более усилило потери кредиторов³⁵. Кроме того, постановления судов ослабили доверие к уважению частных соглашений и прав кредиторов. Последовало сильное устойчивое сокращение кредитования, и ипотечное кредитование вновь начало расти только в 2005 году.

Венгрия во время Великой рецессии

Данный эпизод показывает, как обязательная программа, которая является низкоадресной и возлагает бремя реструктуризации задолженности на хрупкий банковский сектор, может подорвать стабильность финансовой системы, не достигнув поставленных экономических целей.

Задолженность домашних хозяйств Венгрии в иностранной валюте является одной из самых высоких в Восточной Европе, хотя пик общей задолженности домашних хозяйств был на достаточно умеренном уровне в 40 процентов ВВП, и она сконцентрирована примерно в 800 000 домашних хозяйств (20 процентов от общего числа)³⁶. При резком обесценении венгерского форинта с началом глобального финансового кризиса обеспокоенность тем, что растущее бремя обслуживания долга подрывает частное потребление, заставила официальные органы

³⁵Для того чтобы компенсировать кредиторам убытки, понесенные в результате постановлений судов, национальная компания страхования вкладов в 2000 году открыла кредитную линию для кредиторов с льготными процентными ставками.

³⁶К началу кризиса в 2008 году 100 процентов всего нового кредитования и 50 процентов непогашенных кредитов домашних хозяйств были выражены в швейцарских франках и обеспечены жильем.

оказать помощь домашним хозяйствам с задолженностью, выраженной в иностранной валюте³⁷. После ряда неудавшихся попыток уменьшить долговое бремя (таких как временный мораторий на обращения взыскания на заложенную недвижимость и инициатива о добровольном урегулировании проблемы), правительство в сентябре 2011 года ввело обязательную программу реструктуризации задолженности, не проведя консультаций с заинтересованными сторонами. В течение определенного периода времени (приблизительно в пять месяцев) банки были обязаны принимать от клиентов платежи в счет погашения ипотечных кредитов по льготному обменному курсу, приблизительно на 30 процентов ниже рыночного курса. Все потери, связанные с уменьшением задолженности, должны были нести банки.

Обязательная программа реструктуризации задолженности, согласно предварительным оценкам, имела высокий коэффициент участия, охватив примерно 15 процентов всех ипотечных кредитов (таблица 3.1). Однако у нее есть три важных недостатка. Во-первых, она является низкоадресной в плане охвата испытывающих затруднения домашних хозяйств с высокой предельной склонностью к потреблению. Только благополучные домашние хозяйства могут позволить себе погасить остаток ипотечного кредита разовым платежом в форингах, что означает ограниченное перераспределение средств в пользу потребителей с высокой предельной склонностью к потреблению. Во-вторых, обязательная программа перекладывает все бремя потерь на банки, некоторые из которых слабо подготовлены к поглощению таких убытков. Соответственно, может произойти дальнейшее сокращение доли заемных средств банков и еще большее сокращение кредитования с сопутствующим давлением на обменный курс³⁸. Наконец, косвенный ретроактивный пересмотр частных соглашений без консультаций с банковским сектором вредит общему инвестиционному климату.

Соединенные Штаты после Великой рецессии

Данный эпизод, который еще не закончился, показывает, как трудно провести комплексную реструктуризацию задолженности домашних хозяйств в условиях сложного ипотечного рынка и политических ограничений. За три года,

³⁷Как объясняется в работе IMF (2011a), платежи по обслуживанию долга, выраженного в иностранной валюте, увеличились более чем на 50 процентов.

³⁸Понимая потенциальные отрицательные последствия для банковского сектора, в декабре 2011 года власти приняли дополнительные меры для разделения бремени (см. IMF, 2011a).

прошедшие после их разработки, ключевыми программами было охвачено значительно меньшее число домашних хозяйств, чем первоначально планировалось. Эти недостатки вынудили официальные органы принять в феврале 2012 года дополнительные меры, чтобы уменьшить давление на балансы активов и обязательств домашних хозяйств.

С начала Великой рецессии ряд разработчиков политики в США считали, что требуется смелая программа реструктуризации задолженности домашних хозяйств по примеру программы ККД в годы Великой депрессии³⁹. Однако поддержка столь крупномасштабной государственной интервенции на рынке жилья до сих пор была ограниченной⁴⁰. Взамен власти приняли ряд более скромных мер политики⁴¹. В нашем исследовании мы сосредоточили внимание

³⁹К предложениям, аналогичным созданию ККД, относятся выдвинутые в работах Blinder (2008) и Hubbard and Mayer (2008). В работе Blinder (2008) была предложена аналогичная ККД программа рефинансирования 1–2 млн проблемных ипотечных кредитов домовладельцев, занимающих собственное жилье, путем заимствования и выдачи кредитов на сумму примерно 300 млн долл. США. В работе Hubbard and Mayer (2008) было предложено снизить платежи в счет погашения кредитов и не допустить обращения взыскания на заложенную недвижимость, что, согласно приведенным оценкам, должно стимулировать потребление приблизительно на 120 млрд долл. США в год или 0,8 процента ВВП в год. Приблизительно половину этого эффекта, согласно оценкам, должен был обеспечить эффект богатства (более высокие цены на жилье благодаря меньшему числу обращения взыскания на заложенную недвижимость), а половину — передача ресурсов испытывающим трудности домашним хозяйствам («эффект ККД»). См. Hubbard and Mayer (2008) и Hubbard (2011). Анализ, приводимый в работе IMF (2011b, Chapter II), показывает, что каждый миллион предотвращенных обращений взыскания на заложенную недвижимость может обеспечить повышение ВВП США на 0,3–0,4 процентного пункта.

⁴⁰Вариант «проталкивания» модификаций показывает, как политические ограничения могут сказываться на ответных мерах политики. Как поясняется в работе IMF (2011b), власти считали, что механизм модификации ипотечных кредитов через суды (проталкивание) является оптимальным способом мотивации добровольных модификаций без бюджетных затрат, но отметили, что предложение о применении такой политики не смогло получить достаточной политической поддержки в 2009 году. В работе Mian, Sufi, and Trebbi (2012, стр. 20) утверждается, что большие возможности кредиторов организовать политически и влиять на политику правительства могут быть причиной того, что они смогли лучше защитить свои интересы во время последнего финансового кризиса: «должники, с другой стороны, были многочисленными и разобщенными, страдая, таким образом, вследствие типичных проблем коллективных действий» (стр. 20).

⁴¹Первыми попытками решить проблему задолженности домашних хозяйств была программа «Надежность» Федерального управления жилищного строительства, «Альянс за надежду сегодня», «Программа комплексной модификации» Федеральной корпорации страхования депозитов и программа «Надежда для домовладельцев».

на Программе модификации ипотечных кредитов (ПМИК), главной инициативе по реструктуризации ипотечной задолженности, предназначенной для домашних хозяйств в состоянии дефолта или близком к дефолту. Объявленная в феврале 2009 года, ПМИК преследовала цель стабилизации рынка жилья и оказания помощи испытывающим трудности домашним хозяйствам посредством мер, призванных повысить возможности оплачивать ипотечные кредиты путем модификации кредитов с преимущественным правом удержания залога. Программа была изменена в октябре 2010 года, с тем чтобы допустить частичные списания основной суммы долга в рамках Альтернативы для уменьшения основной суммы долга (АУД), а также она была дополнительно расширена в 2012 году, как обсуждается ниже. ПМИК является частью Инициативы обеспечения доступности жилья (ОДЖ), которая помогает испытывающим трудности владельцам жилья получить помощь в рамках ряда программ, предусматривающих модификацию кредитов, рефинансирование займов, отсрочку платежей и альтернативы обращению взыскания на заложенную недвижимость. Другие возможности в рамках инициативы ОДЖ включают Программу доступного рефинансирования жилья (ПДРЖ), которая также направлена на уменьшение ежемесячных ипотечных платежей. Однако домашние хозяйства, уже находящиеся в состоянии дефолта, исключаются из ПДРЖ, и ее роль в предотвращении обращений взыскания на заложенную недвижимость, вероятно, является более ограниченной⁴².

С ПМИК связывались большие надежды, но к настоящему времени удалось модифицировать значительно меньшее число кредитов, чем изначально предполагалось. Миллионам домашних хозяйств по-прежнему грозит потеря жилья. На конец 2011 года количество объектов недвижимости в состоянии обращения на них взыскания составило примерно 2,4 миллиона (почти в пять раз больше, чем до начала кризиса), и так называемая теневая масса проблемных ипотечных кредитов показывает, что их количество может существенно увеличиться (рис. 3.11). При этом количество постоянно модифицированных ипотечных кредитов составило 951 000 или 1,8 процента всех ипотечных кредитов

⁴²Инициатива ОДЖ также включает «Программу короткого рефинансирования» для заемщиков с отрицательной стоимостью активов, «Программу доступного жилья для безработных», «Программу доступных альтернатив обращению взыскания на залог» и «Программу модификации вторичных закладных» Федерального управления жилищного строительства и Инновационный фонд для наиболее пострадавших рынков жилья Агентства финансирования жилья.

(таблица 3.1)⁴³. Для сравнения: примерно 20 процентов ипотечных кредитов было модифицировано в рамках программы ККД времен Великой депрессии, а целевой охват ПМИК составлял 3–4 миллиона домовладельцев (МНА, 2010)⁴⁴. Аналогичным образом, сумма выплаченных средств по ПМИК на декабрь 2011 года составила только 2,3 млрд долл. США, что значительно ниже ассигнованных на эти цели 30 млрд долл. США (0,2 процента ВВП).

Столь разочаровывающий результат объясняется недостатками ПМИК. Ее конкретными недостатками являются следующие.

- Ограниченные стимулы для участия сторон в программе и жесткие критерии отбора заемщиков привели к ее ограниченному охвату. Согласно первоначальному варианту закона, участие кредиторов было полностью добровольным, что позволило многим кредиторам выйти из программы. Организации, обслуживающие кредиты, не видят особых стимулов начинать дорогостоящий процесс перезаключения договоров, учитывая что им уже компенсируются определенные расходы (на правовые процедуры), когда начинается обращение взыскания на залог по необслуживаемым кредитам⁴⁵. Ввиду высокой вероятности повторных дефолтов кредиторы и инвесторы могут

⁴³Как поясняется в работе МНА (2012), на январь 2012 года было проведено 1,79 млн пробных модификаций, но только 951 000 из них стали «постоянными» модификациями (пробный период позволяет организации, обслуживающей кредит, проверить способность заемщика осуществлять платежи по модифицированному кредиту, прежде чем окончательно утвердить его модификацию). Следует отметить, что 200 000 из этих модифицированных кредитов было впоследствии аннулировано, что оставляет 769 000 активных постоянно модифицированных кредитов.

⁴⁴В докладе об осуществлении ПМИК Канцелярии специального генерального инспектора для Программы выкупа проблемных активов уточнялось, что «Министерство финансов заявило, что под целевым уровнем в 3–4 млн домовладельцев понимается не то, какое количество домовладельцев получит устойчивую помощь и избежит обращения взыскания на залог, а какое количество домовладельцев получит предложения на проведение пробной модификации кредита» (SIGTARP, 2010). Показатель предложений на проведение пробной модификации, а не предотвращенных обращений взыскания на залог путем постоянной модификации, критикуется в докладе как «не имеющий особого смысла».

⁴⁵Как объясняется в работе Kiff and Klyuev (2009), главной обязанностью обслуживающей организации является сбор платежей с заемщиков и их передача держателям ипотеки (трастам в случае секьюритизированных кредитов). Они также управляют счетами эскроу заемщиков, с которых оплачиваются налоги на недвижимость и страховые премии, и применяют различные методы уменьшения потерь в случае дефолта заемщика. За это обслуживающие организации получают плату.

предпочитать давать отсрочки выплаты и обращать взыскания на залог вместо модификации кредитов (Adelino, Gerardi, and Willen, 2009). С секьюритизацией связаны дополнительные проблемы координации и юридические трудности. Кроме того, могут возникать конфликты интересов, когда, например, держатели вторичных залоговых прав затягивают реструктуризацию задолженности (IMF, 2011b). Несколько факторов также препятствует участию заемщиков. Например, многие расходы, связанные с непогашенными кредитами, такие как сборы за задержку платежей и накопленные проценты, закладываются в новый модифицированный кредит. Наконец, многие испытывающие трудности заемщики на деле исключаются из программы из-за жестких критериев отбора. Безработные не имеют права подавать заявки на участие в ПМИК (они имеют право на другую инициативу в рамках ОДЖ, предназначенную для безработных), а домашние хозяйства, испытавшие крупные потери дохода, часто не отвечают критериям, особенно без уменьшения основной суммы долга, из-за строгих норм отношения долга к доходу после модификации кредита. Таким образом, программа в целом обеспечивает лишь ограниченную передачу средств испытывающим трудности домовладельцам.

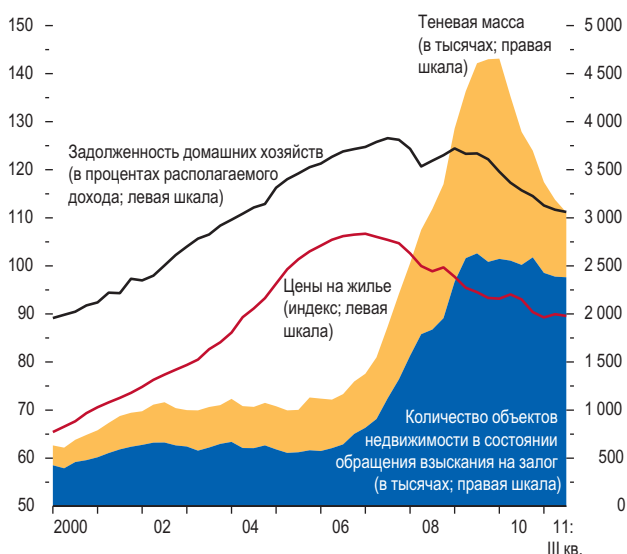
- Во многих случаях ПМИК не привела к достаточному уменьшению ежемесячных ипотечных платежей, чтобы восстановить их финансовую приемлемость. ПМИК включает жесткие пошаговые инструкции модификации кредитов, и главными методами являются снижение процентной ставки, продление срока погашения и отсрочка выплаты. Допускаются некоторые исключения из этого пошагового процесса. Кредиты, которые не поддерживаются ПСГ и имеют ОКЗ свыше 115 процентов, могут также отвечать критериям для уменьшения основной суммы долга в рамках АУД⁴⁶. На конец 2011 года 11 процентов постоянно модифицированных кредитов в рамках ПМИК включали списание части основной суммы долга⁴⁷. Низкий охват программы

⁴⁶К ПСГ — предприятиям, спонсируемым государством, — относятся Федеральная национальная ипотечная ассоциация (Fannie Mae) и Федеральная корпорация жилищного ипотечного кредита (Freddie Mac).

⁴⁷Как поясняется в работе МНА (2012), 47 000 постоянно модифицированных кредитов включали частичное списание основной суммы долга (стр. 4), что эквивалентно 11 процентам от 432 000 постоянно модифицированных кредитов за период с октября 2010 года по декабрь 2011 года.

Рисунок 3.11. Рынок жилья США, 2000–2011 годы

На конец 2011 года приблизительно 2,4 млн объектов недвижимости в США находилось в состоянии обращения взыскания на залог, что почти в пять раз превышало уровень до начала кризиса, и «теневая масса» проблемных ипотечных кредитов показывает, что их количество может увеличиться.



Источники: Управление контролера денежного обращения; Управление по надзору за сберегательными учреждениями; Министерство финансов США; ФРС; Naver Analytics; расчеты персонала МВФ.

Примечание. Теневая масса показывает количество объектов недвижимости, которые, исходя из ряда предположений, вероятно, окажутся в состоянии обращения взыскания на залог. Она включает в себя часть всех кредитов, платежи по которым просрочены на 90 дней и более (на основе наблюдаемой тенденции обслуживания таких кредитов); долю оформленных модификаций (на основе показателя повторного дефолта модифицированных ипотечных кредитов); и часть ипотечных кредитов с отрицательной стоимостью актива (на основе наблюдаемых коэффициентов дефолта). Данные по модификации кредитов и кредитам с отрицательной стоимостью актива до второго квартала 2008 года отсутствуют.

отчасти объясняется неучастием в ней ПСГ, которые являются держателями приблизительно 60 процентов всех невыплаченных ипотек. Важно отметить, что главной целью модификаций является уменьшение бремени по выплате ипотечных кредитов в узком определении до 31 процента валового месячного дохода, а не всего бремени погашения кредитов (включая другие погашаемые в рассрочку кредиты и вторичные ипотечные кредиты). В результате этого большинство заемщиков продолжает испытывать серьезные трудности даже после модификаций: общее бремя погашения после модификаций в среднем составляет 60 процентов валового месячного дохода, а ОКЗ после модификаций иногда в действительности повышается (МНА, 2012). Это частично объясняет высокий коэффициент повторных дефолтов по модифицированным кредитам, который в настоящее время составляет в среднем 27 процентов по прошествии 18 месяцев и достигает 41 процента в случаях, когда уменьшение размера месячного платежа составило менее 20 процентов (МНА, 2012). В ответ на эти недостатки власти приняли дополнительные меры, чтобы облегчить давление на балансы активов и обязательств домашних хозяйств. В феврале 2012 года они объявили о расширении ПМИК с увеличением состава ее участников и увеличением втрое стимулов для кредиторов сокращать основную сумму долга. Кроме того, программа была продлена на один год. Однако участие ПСГ в программе по-прежнему должно утвердить Федеральное агентство по финансированию жилья. Сокращение основной суммы долга, вероятно, позволит снизить коэффициент обращения взыскания на заложенную недвижимость, и если оно будет проведено в широких масштабах, существенно поддержит цены на жилье, что поможет ликвидировать общую неопределенность на рынке жилья, повлияв на теньевую массу проблемных кредитов⁴⁸.

⁴⁸Другие меры включают пробные продажи отчужденной недвижимости для ее преобразования в арендное жилье. Это должно помочь уменьшить отрицательные последствия обращений взыскания на заложенную недвижимость для цен на жилье. Власти также призвали Конгресс расширить доступ к рефинансированию в рамках ПДРЖ как для поддерживаемых, так и для не поддерживаемых ПСГ ипотечных кредитов; эти меры должны способствовать оживлению рынка жилья. В частности, они позволили бы рефинансировать поддерживаемые ПСГ кредиты в рамках упорядоченной программы, администрируемой Федеральным управлением жилищного строительства.

Скандинавские страны в 1990-е годы

Пример скандинавских стран показывает, как институциональные особенности, такие как наличие широких систем социальной защиты, могут влиять на принятие правительством дискреционных мер по реструктуризации задолженности домашних хозяйств. Эти эпизоды отличаются от обсуждавшихся выше небольшим количеством государственных инициатив, призванных непосредственно решать проблему задолженности домашних хозяйств. После того как цены на жилье достигли пика в конце 1980-х годов, а затем в этих странах разразился банковский кризис, главной ответной мерой дискреционной политики правительств скандинавских стран стала поддержка финансовой системы.

В этих странах не были приняты меры по реструктуризации задолженности домашних хозяйств, но существовавшие в них широкие системы социальной защиты поддержали доходы домашних хозяйств и их способность обслуживать долги. Наличие широких систем социальной защиты — результат традиции оказания государством многих социальных услуг, главным образом, для обеспечения равенства⁴⁹. Например, в 1991 году пособия по безработице в процентном отношении к предыдущей заработной плате в Финляндии, Норвегии и Швеции в среднем составляли 65 процентов, что значительно превышает средний показатель в 47 процентов по другим странам-членам ОЭСР (OECD, 1995, стр. 61). В Швеции коэффициент замещения заработной платы составлял 83 процента. Это государственное страхование, наряду с другими пособиями по линии системы социальной защиты, существенно смягчало последствия потери работы для домашних хозяйств с напряженным состоянием баланса активов и обязательств и позволяло им продолжать выплачивать ипотечные кредиты. В то же время автоматические программы трансфертов в сочетании с рецессией вели к существенному увеличению государственного долга. Отношение государственного долга к ВВП повысилось с 31 процента в среднем в 1990 году до 64 процентов в 1994 году

⁴⁹Например, в работе IMF (1991) объясняется, что в Норвегии «правительство всегда стремилось обеспечивать многие базовые услуги в области образования и здравоохранения, главным образом, для обеспечения равенства, но также из соображений социальной политики. Кроме того, усилия по перераспределению доходов и сокращению региональных различий привели к образованию широкой системы трансфертов» (стр. 19).

(рис. 3.12)⁵⁰. В ответ на это в рамках многоуровневой бюджетной консолидации в середине–конце 1990-х годов власти урезали выплаты по программам социального вспомоществования (Devries and others, 2011).

Кроме того, преобладание в этих странах ипотечных кредитов с переменной процентной ставкой позволяло путем снижения ставок быстро уменьшать платежи по ипотечным кредитам. Снижение краткосрочных процентных ставок после того, как в ноябре 1992 года скандинавские страны отказались от привязки обменных курсов к европейской валютной единице, было существенным. Например, отмена валютной привязки в Швеции позволила снизить краткосрочные процентные ставки в совокупности на 4 процентных пункта (IMF, 1993). Напротив, домашние хозяйства в странах, в которых процентные ставки обычно являются фиксированными на многолетние периоды, часто должны оформлять новые ипотечные кредиты (проводить рефинансирование), чтобы получить выгоды от общего снижения ставок, но этому может помешать падение стоимости жилья и отрицательная сумма собственного капитала в жилье.

Уроки ситуационных исследований

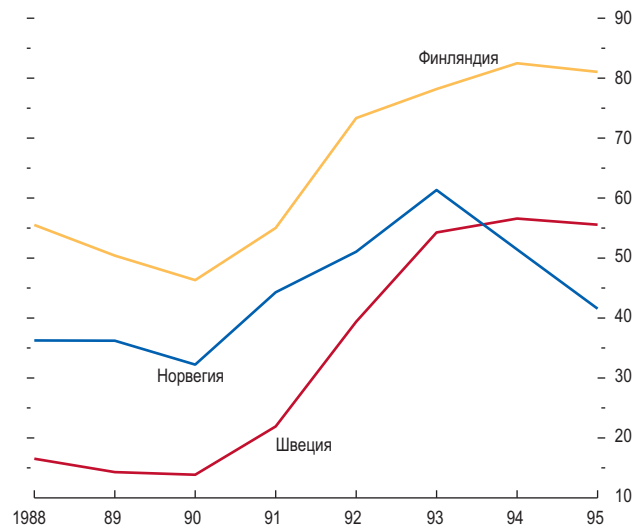
Наш анализ принимавшихся правительствами инициатив для решения проблемы задолженности домашних хозяйств в периоды сокращения доли их заемных средств позволяет извлечь следующие уроки в отношении экономической политики.

- Смелые программы реструктуризации задолженности домашних хозяйств, подобные программе, осуществленной в США в 1930-е годы, или текущей программе в Исландии, позволяют значительно сократить количество дефолтов домашних хозяйств и обращений взыскания на заложенную недвижимость и существенно снизить бремя погашения долга. Таким образом, эти программы помогают предотвратить самоусиливающиеся циклы снижения цен на жилье и уменьшения совокупного спроса. Опыт Исландии также указывает на важную роль комплексной системы, о которой общественность должна быть четко информирована и которая должна иметь ясно установленные сроки. Только после создания такой системы начался процесс

⁵⁰Увеличение государственного долга явилось также результатом финансовой поддержки банковского сектора и дискреционного бюджетного стимула для уменьшения безработицы.

Рисунок 3.12. Государственный долг скандинавских стран, 1988–1995 годы
(В процентах ВВП)

В Финляндии, Норвегии и Швеции после краха рынка жилья и банковского кризиса начала 1990-х годов произошло резкое увеличение государственного долга.



Источник: расчеты персонала МВФ.

реструктуризации задолженности домашних хозяйств.

- Обеспечение сильного банковского сектора играет важную роль в период сокращения доли заемных средств домашних хозяйств. В Исландии тот факт, что новые банки приобрели ссудные портфели по справедливой стоимости, означал, что широкая реструктуризация задолженности домашних хозяйств могла быть проведена без ущерба для капитала банков. Это также послужило стимулом для банков начать переговоры с заемщиками. Напротив, в случае Колумбии в 1990-е годы и Венгрии в настоящее время слабо капитализированный банковский сектор не мог покрыть убытки, связанные с (обязательной) реструктуризацией задолженности домашних хозяйств. Это привело к нарушению предложения кредита.
- Институциональные особенности могут влиять на то, принимают ли правительства дискреционные меры политики для решения проблем, связанных с задолженностью домашних хозяйств. В скандинавских странах, несмотря на образование крупной задолженности домашних хозяйств перед спадом на рынке жилья в конце 1980-х годов, власти приняли небольшое число новых мер политики, направленных на снижение уровня задолженности домашних хозяйств. Мы считаем, что отсутствие ответных мер политики, возможно, отражало наличие существенных автоматических бюджетных стабилизаторов, действовавших посредством системы социальной защиты, в дополнение к плавающим процентным ставкам по ипотечным кредитам, посредством которых воздействие денежно-кредитных стимулов быстро перешло на владельцев жилья.
- Важным элементом адресных мер политики является наличие достаточных стимулов для участия в соответствующих программах заемщиков и кредиторов. Например, инициативы по реструктуризации задолженности должны предлагать кредиторам и должникам действенные альтернативы дефолту и обращению взыскания на заложенную недвижимость. Пример США в годы Великой депрессии показывает, как могут быть реализованы определенные положения, чтобы обеспечить готовность кредиторов принять поддержанные правительством модификации кредитов. Напротив, действия США с начала Великой рецессии, когда модификации кредитов могут становиться предметом судебных исков со стороны инвесторов, показывают, как плохо проработанные меры по реструктуризации

зadolженности домашних хозяйств могут привести к низкому участию в программах.

- Государственная поддержка программ реструктуризации задолженности домашних хозяйств означает, что одни окажутся в выигрыше, а другие в проигрыше. Противоречия, создаваемые таким перераспределением средств, могут быть одной из причин, по которым такие меры политики редко использовались в прошлом, за исключением случаев, когда масштабы проблемы оказывались значительными и порождали крупное социальное и политическое давление.

Краткие выводы и последствия для прогноза

Спады на рынке жилья, которым предшествует сильное увеличение валового долга домашних хозяйств, ведут к более глубоким экономическим спадам, более слабому подъему экономики и более ярко выраженному сокращению доли заемных средств домашних хозяйств. Снижение экономической активности является слишком сильным, чтобы его можно было объяснить только большим падением цен на жилье. И оно не вызвано одними банковскими кризисами. Скорее степень сокращения экономической активности объясняется сочетанием падения цен на жилье и предшествующего ему увеличения доли заемных средств. Данные стилизованные факты согласуются с прогнозами последних теоретических моделей, согласно которым задолженность и сокращение доли заемных средств домашних хозяйств приводят к глубоким и продолжительным экономическим спадам.

Меры макроэкономической политики представляют собой важный элемент предотвращения чрезмерного сокращения экономической активности в периоды уменьшения доли заемных средств домашних хозяйств. Например, бюджетные трансферты безработным домашним хозяйствам через системы социальной защиты могут привести к увеличению их доходов и усилению их способности обслуживать долг, как это было в скандинавских странах в 1990-е годы. Ослабление денежно-кредитной политики в странах, в которых ипотечные кредиты обычно выдаются под плавающую процентную ставку, может быстро привести к уменьшению ипотечных платежей и предотвратить дефолты домашних хозяйств. Поддержка финансового сектора позволяет уменьшить риск того, что напряженное состояние балансов активов и обязательств домашних хозяйств повлияет на готовность банков предоставлять кредиты. Однако возможности макроэкономического

стимулирования не беспредельны. Нулевая нижняя граница номинальной процентной ставки может воспрепятствовать существенному понижению ставок, а высокий уровень государственного долга может ограничить масштабы трансфертов, финансируемых посредством дефицита.

Адресная политика реструктуризации задолженности домашних хозяйств может обеспечить значительные выгоды. Такие меры политики позволяют существенно смягчить отрицательные последствия сокращения доли заемных средств домашних хозяйств для экономической активности при относительно низких бюджетных затратах. В частности, смелые программы реструктуризации задолженности домашних хозяйств, как, например, реализованные в США в 1930-х годах и в Исландии в настоящее время, могут обеспечить сокращение числа дефолтов домашних хозяйств, уменьшение обращений взыскания на заложенную недвижимость и снизить бремя погашения долга. Таким образом, эти программы помогают предотвратить самоусиливающиеся циклы снижения цен на жилье и уменьшения совокупного спроса. Данные меры политики особенно актуальны в случае стран с ограниченными возможностями для проведения политики макроэкономического стимулирования, а также в странах, в которых финансовый сектор уже получил государственную поддержку.

Однако успех таких программ зависит от их тщательной проработки. Чрезмерно ограничительные критерии отбора участников программ или слабо проработанная система стимулов могут привести к тому, что будет решена только малая доля поставленных задач. Напротив, чрезмерно широкие программы могут привести к серьезным побочным эффектам и подорвать устойчивость финансового сектора.

Приложение 3.1. Составление данных и источники данных

Данные по балансам активов и обязательств домашних хозяйств были собраны из разных источников. Главным из них является База данных финансовых счетов Организации экономического сотрудничества и развития (ОЭСР). Набор данных содержит подробную информацию о финансовых активах и обязательствах домашних хозяйств 33 стран и охватывает период с 1950 по 2010 годы, хотя ряды данных по большинству стран начинаются с 1990-х годов. Мы сосредоточили внимание на совокупных финансовых обязательствах

сектора домашних хозяйств. Для некоторых стран ряды данных по совокупным финансовым обязательствам были расширены на прошлые периоды с использованием данных из национальных источников (Италия, Корея, Новая Зеландия, Норвегия, Соединенное Королевство, США, Финляндия, Швеция). Ряды данных по финансовым обязательствам домашних хозяйств Австралии, Бельгии, Германии, Греции, Нидерландов, Португалии и Франции за период с 1980 года были взяты из работы Cecchetti, Mohanty, and Zampolli (2011). Более современные данные по балансам домашних хозяйств нескольких стран, не входящих в ОЭСР (Болгария, Латвия, Литва, Румыния), были получены от Евростата. Данные по США за период до 1950 года были взяты в Бюро экономического анализа США и из публикаций «*Historical Statistics of the United States*» («Историческая статистика Соединенных Штатов»); данные по обязательствам домашних хозяйств Исландии получены из национальных источников.

Остальные ряды данных, использованные в настоящей главе, были взяты в основном из баз данных «Перспектив развития мировой экономики» (ПРМЭ) МВФ, «Показатели мирового развития» Всемирного банка, OECD.Stat и Haver Analytics. В частности, данные по располагаемому доходу домашних хозяйств, ценам на жилье и безработице были взяты из OECD.Stat и объединены с данными Haver Analytics для расширения охвата. Информация о ценах на жилье в Колумбии и Венгрии взята из «*Global Property Guide*» («Глобальный справочник по недвижимости»); данные об индексе цен на жилье в Исландии взяты из национальных источников. Макроэкономические переменные, такие как реальный и номинальный ВВП, частное потребление, инвестиции и т.д. взяты из базы данных ПРМЭ.

Показатели спада на рынке жилья получены из работы Claessens, Kose, and Terrones (2010), в которой используется алгоритм Harding and Pagan (2002) для определения поворотных точек (логарифмического) уровня номинальных цен на жилье. Показатели рецессии взяты из работы Howard, Martin, and Wilson (2011), в которой рецессия определяется как два последовательных квартала отрицательных темпов роста. Поскольку наш эмпирический анализ основан на годовых данных, мы приписываем рецессию или спад на рынке жилья, соответственно, году первого квартала рецессии или пика цен на жилье. Показатели финансового кризиса взяты из работы Laeven and Valencia (2010).

Приложение 3.2. Статистическая методология и проверки устойчивости

В настоящем приложении приводятся дополнительные подробные сведения о статистических методах, использованных в первом разделе главы, и устойчивости соответствующих результатов регрессии.

Спецификация модели и оценка

Базисная спецификация представляет собой модель панельных данных по структурным и фиксированным во времени эффектам, оцененную для 24 стран-членов Организации экономического сотрудничества и развития и Провинции Китая Тайвань за период 1980–2011 годов:

$$\begin{aligned} \Delta Y_{it} = & \mu_i + \lambda_t + \sum_{j=0}^2 \beta_j \Delta Y_{i,t-j} + \sum_{s=0}^2 \beta_s \text{Bust}_{i,t-s} \\ & + \sum_{s=0}^2 \gamma_s \{ \text{Bust}_{i,t-s} \times \text{HiDebt}_{i,t-s-1} \} \\ & + \sum_{s=0}^2 \theta_s \text{HiDebt}_{i,t-s-1} + v_{i,t}, \end{aligned} \quad (3.1)$$

где ΔY_{it} означает изменение переменной процента. Мы начали с расчета (логарифма) реального потребления домашних хозяйств, а затем рассмотрели компоненты ВВП, безработицы, задолженности домашних хозяйств и цен на жилье. Член *Bust* означает фиктивную переменную спада на рынке жилья, которая равна 1 в начале спада на рынке жилья; *HiDebt* — фиктивную переменную, которая равна 1, если рост отношения задолженности к доходу домашних хозяйств в течение трех лет, предшествовавших спаду, является «высоким». В нашей базисной спецификации мы определяем рост отношения как высокий, если он превышает медиану для всех спадов на рынке жилья во всех странах. Мы провели ряд проверок устойчивости для данного определения высокого отношения роста и пришли к аналогичным результатам (см. ниже). Мы включили страновые и фиксированные во времени эффекты для отражения глобальных шоков и страновых трендов. Мы накапливали оценки уравнения (3.1) для получения оценок реакции *уровня* переменной процента (*Y*), а также стандартной ошибки (сгруппированной по странам) с использованием метода дельты.

Проверки устойчивости

Как видно из таблицы 3.2, вывод о том, что спады на рынке жилья, которым предшествует крупное увеличение задолженности домашних хозяйств, обычно являются более сильными, выдерживает ряд проверок устойчивости. При каждой проверке устойчивости мы, в первую очередь, обращали внимание на степень спада на рынке жилья в группах с высокой и низкой задолженностью с точки зрения уменьшения реального потребления домашних хозяйств в течение пяти лет после спада⁵¹. Проверки устойчивости включали в себя следующее.

- *Определение группы «с высокой задолженностью».* В нашей базисной спецификации спад на рынке жилья считается происходящим в группе с высокой задолженностью, если рост отношения задолженности к доходу домашних хозяйств в течение трех лет, предшествовавших спаду, превышает его медиану. Результаты не зависят от того, определяется ли этот рост в абсолютном выражении (увеличение коэффициента в процентных пунктах) или в относительном выражении (пропорциональный рост в процентах). Результаты также оказываются схожими, если мы определяем «высокую задолженность» как относящуюся к верхнему квартилю, а «низкую задолженность» — к нижнему квартилю роста отношения задолженности к доходу домашних хозяйств.
- *Временная выборка.* Результаты не определяются Великой рецессией. Мы получили аналогичные результаты, ограничив выборку 2006 годом.
- *Выпадающие значения и спецификация.* Результаты, касающиеся более сильного снижения экономической активности, являются устойчивыми к исключению выпадающих значений с использованием расстояния Кука. (Это связано с исключением точек выпадающих значений с высокими остаточными величинами или сильным влиянием.) Результаты оказываются аналогичными при использовании динамической спецификации с четырьмя лагами вместо двух лагов в базисной спецификации.
- *Процедура альтернативной оценки.* Результаты также оказываются аналогичными при использовании оценочной функции из работы Arellano-Bond (1991). Эта процедура устраняет возможное смещение значений, в силу того что фиксированные страновые эффекты коррелированы в уравнении авторегрессии с зависимыми переменными с лагом.

⁵¹ Аналогичные результаты были получены для временных горизонтов менее пяти лет, но они не приводятся из-за ограничений на объем материала.

Таблица 3.2. Реальное потребление после спадов на рынке жилья: устойчивость показателей

	Высокая задолженность	Низкая задолженность	Разница
Базисная спецификация	-4,315*** (0,829)	-0,396 (0,791)	-3,918*** (0,970)
Альтернативные выборки			
Исключая Великую рецессию	-4,098*** (0,987)	-0,425 (1,068)	-3,673*** (1,294)
Исключая финансовые кризисы	-1,757** (0,876)	0,504 (0,735)	-2,261** (1,095)
Исключая выпадающие значения	-2,978*** (0,755)	-0,133 (0,726)	-2,845*** (0,946)
Альтернативные статистические модели			
Общий метод моментов	-4,142*** (0,996)	-0,277 (1,015)	-3,865*** (1,301)
Четыре лага зависимых переменных	-2,121** (1,071)	0,984 (1,273)	-3,105** (1,310)
Альтернативные определения высокой и низкой задолженности			
Выше или ниже медианы (процентное увеличение долга)	-3,675*** (0,779)	-0,543 (0,841)	-3,132*** (0,917)
Верхний или нижний квартиль (увеличение долга в процентных пунктах)	-5,690*** (1,601)	-0,948 (1,236)	-4,742** (2,332)

Источник: расчеты персонала МВФ.

Примечание. В таблице представлена оценочная кумулятивная реакция реальных потребительских расходов после спадов на рынке жилья в год $t = 5$ для эпизодов с низкой и высокой накопленной задолженностью домашних хозяйств за три года, предшествовавшие спаду на рынке жилья. Устойчивые стандартные ошибки с коррекцией на группирование на уровне экономики приводятся в скобках. ***, ** и * показывают, соответственно, значимость на уровне 1, 5 и 10 процентов.

Вставка 3.1. Корпорации кредитования домовладельцев США (ККД)

ККД, представлявшая собой программу покупки государством проблемных кредитов, была учреждена 13 июня 1933 года. Непосредственные цели ККД, изложенные в ее учредительном уставе, были следующими: «обеспечить чрезвычайную помощь для уменьшения задолженности домашних хозяйств по ипотечным кредитам, провести рефинансирование ипотечных кредитов, облегчить положение владельцев жилья, занимающих принадлежащее им жилье, если у них нет иных возможностей для амортизации долга, внести изменения в Закон о Федеральном банке жилищного кредитования, расширить рынок облигаций США, и другие цели».

Программа предусматривала (1) обмен ипотечных кредитов в состоянии дефолта на облигации ККД (с федеральной гарантией вначале только для процентных платежей, но затем, начиная с весны 1934 года, и платежей по погашению основной суммы долга), а также в нескольких случаях (2) обмен на такие облигации денежных ссуд для оплаты налогов и рефинансирования ипотечных кредитов. Кредиты ККД выдавались только для ипотечных кредитов в состоянии дефолта (или ипотек, держателями которых были испытывающие трудности финансовые учреждения), обеспеченных несельскохозяйственной недвижимостью и оформленных для жилых помещений, рассчитанных не более чем на четыре семьи, со стоимостью, по оценке сотрудников ККД, не более 20 000 долл. США (321 791 долл. США в ценах 2008 года). Сумма кредита не могла превышать 80 процентов стоимости по оценке ККД и, в любом случае, ограничивалась 14 000 долл. США. Процентная ставка по кредитам не могла превышать пяти процентов, и они подлежали погашению ежемесячными платежами в течение 15-летнего срока кредита, который иногда продлевался до 20 лет.

Процедура

Критерии отбора заемщиков и объектов собственности строго соблюдались. В общей сложности (за период с 13 июня 1933 года по 27 июня 1935 года) ККД получила 1 886 491 заявку на общую сумму рефинансирования в 6,2 млрд долл. США, что соответствовало приблизительно 35 процентам непогашенных ипотечных

кредитов под несельскохозяйственную недвижимость или 11 процентам валового национального продукта и превышало общую утвержденную сумму в 4,75 млрд долл. США. Заявки были получены примерно от 40 процентов заемщиков, отвечающих критериям программы, и 46 процентов этих заявок было отклонено или отозвано. Наиболее частыми причинами для отказа в удовлетворении заявок были «недостаточное залоговое обеспечение» и «недостаточно сложная финансовая ситуация». Некоторые заявки были отозваны в результате добровольных двусторонних соглашений между заявителями и кредиторами, достигнутых при содействии ККД. Тем не менее ККД выкупила и реструктурировала порядка одного миллиона проблемных ипотечных кредитов, по которым существовал риск обращения взыскания на залог, или приблизительно одну пятую всех ипотечных кредитов.

Успех операции во многом зависел от готовности кредиторов принять облигации ККД в обмен на непогашенные ипотечные кредиты. Кредиторы неохотно участвовали в программе из-за того, что вначале гарантия правительства распространялась только на процентные платежи и никакие обязательства не покрывали основную сумму долга, а также потому, что считалось, что ККД будет нести убытки. Сравнительно низкая процентная ставка в четыре процента (приблизительно на треть ниже обычной процентной ставки по ипотечным кредитам), правовые ограничения на инвестиционную политику некоторых финансовых учреждений и отсутствие доверия к государственному кредиту также служили причинами, по которым они отказывались от такого обмена.

Однако государственная гарантия для процентных платежей была значительно лучше обещаний испытывавших трудности домовладельцев: почти несомненная прибыль в размере четырех процентов была более привлекательна, чем начисляемая, но не собираемая прибыль в шесть процентов, и, кроме того, исключались расходы на сбор платежей, обслуживание кредита и обращение взыскания на залог. Помимо этого, нормы оценки могли позволить получить больший доход от облигаций, чем от продажи изъятого залога. Наконец, облигации не облагались налогами штатов и местными налогами на недвижимость, а доход освобождался от обычного подоходного налога штатов и федерального

Автором данной вставки является Дениз Иган.

Вставка 3.1 (окончание)

правительства. С целью дополнительного улучшения условий обмена были сняты правовые ограничения на инвестиционную политику, Нью-Йоркская биржа для обеспеченных недвижимостью ценных бумаг объявила, что облигации будут допущены к обращению на бирже, Министерство финансов разрешило использовать облигации в качестве залога для депозитов государственных средств, Реконструктивная финансовая корпорация (РФК) согласилась принимать облигации в качестве залогового обеспечения в пределах 80 процентов от номинальной стоимости, а Контроллер денежного обращения отменил свое предыдущее решение, разрешив управляющим конкурсной массы национальных банков принимать новые облигации. В начале 1934 года государственная гарантия была распространена на основную сумму облигаций, что несомненно повысило их привлекательность, а ККД объявила о выпуске новой 18-летней облигации с возможностью досрочного погашения через 10 лет и 3-процентным купоном.

Важную роль в создании стимулов для участия в программе рефинансирования, а также надлежащего охвата и разделения бремени сыграли оценки стоимости объектов. Чем ниже стоимостная оценка недвижимости, тем меньше риск для ККД, но меньше и количество домовладельцев, которые могут воспользоваться программой, а также больше уступки, требуемые от бывших кредиторов. Оценки были основаны на трех факторах, имевших равный вес: «рыночная стоимость на момент оценки; стоимость аналогичного участка земли на момент оценки, плюс восстановительная стоимость строений за вычетом амортизации; и стоимость помещений по методу капитализации разумной месячной арендной стоимости за последние десять лет».

Результат часто превышал текущую рыночную стоимость с учетом ситуации на рынке жилья.

Некоторые осложнения возникли в случае ипотек, держателями которых были недавно обанкротившиеся банки, а также вторичных ипотек и других вторичных исковых прав. Былработан единый подход ко всем случаям, связанным с недавно обанкротившимися банками: РФК выдавала кредит банку, испытывавшему трудности, и принимала в залог ипотеку, после чего ККД обрабатывала такие ипотечные кредиты и передавала свои облигации или наличные банку, который, в свою очередь, погашал кредит РФК. В эту категорию попали примерно 13 процентов всех рефинансированных ККД ипотечных кредитов. Политика, принятая в отношении держателей вторичных исковых прав, заключалась в том, чтобы ограничить совокупные обязательства по объекту недвижимости 100 процентами его оценочной стоимости, что позволяло разумно ожидать выполнения заемщиками их обязательств. Вторичное залоговое право должно было быть обеспечено облигацией и ипотекой, требовавшими обращения взыскания на залог как способа ликвидации. (Требовалось согласие ККД на обращение взыскания на залог держателем вторичного залогового права.)

Вначале ККД столкнулась с трудностями: она недооценила масштабы задачи и была плохо организована. Статус самостоятельной организации обеспечивал более высокую свободу в решении бюджетных и административных вопросов, но отсутствие прецедента и срочность ситуации создавали трудности. Однако всего за несколько лет ККД завоевала хорошую репутацию за надлежащее и эффективное проведение работы по столь необходимому облегчению бремени задолженности.

Вставка 3.2. Реструктуризация задолженности домашних хозяйств в Исландии

После тяжелейшего финансового кризиса в Исландии в 2008 году власти стремились защитить домашние хозяйства от краткосрочных финансовых трудностей, восстановить их финансовую устойчивость и предотвратить массовое обращение взыскания на заложенную недвижимость. Принятые инициативы в области политики можно разделить на две общие категории: отсрочка или реструктуризация обслуживания долга и сокращение размера задолженности. Задача затруднялась тем, что в середине процесса было вынесено постановление Верховного суда о том, что, согласно закону от 2001 года, большинство привязанных к валютному курсу обязательств были незаконными. Это затормозило осуществление описанных ниже программ сокращения задолженности, но также привело к уменьшению задолженности на сумму, эквивалентную 10 процентам ВВП, часть которой в противном случае должна была бы быть покрыта этими программами¹. Значительная часть издержек от сокращения задолженности была косвенно покрыта иностранными инвесторами, которые понесли существенные убытки при банкротстве банков.

Отсрочка или реструктуризация обслуживания долга

Немедленной целью было защитить домашние хозяйства от резкого роста платежей по обслуживанию задолженности в результате почти всеобщей индексации кредитов по индексу потребительских цен (ИПЦ) или по валютному курсу, которые резко повысились. Первым шагом была временная приостановка платежей по обслуживанию всех кредитов, привязанных к валютному курсу, и некоторых ипотечных кредитов в национальной валюте. Вскоре после этого власти приняли программу сглаживания платежей — механизм переоформления кредитов с привязкой обслуживания долга к индексу, который возрос в значительно меньшей степени, чем ИПЦ или валютный курс. Сглаживание

платежей обеспечило немедленное облегчение бремени обслуживания долга в размере 15–20 процентов для кредитов, индексированных по ИПЦ, и 30–40 процентов кредитов, индексированных по валютному курсу. Облегчение бремени обслуживания долга было достигнуто за счет более крупных будущих платежей и возможного продления сроков погашения. Для того чтобы побудить домашние хозяйства к участию в программе, сглаживание платежей было объявлено единственным возможным вариантом в случае кредитов, индексированных по ИПЦ, а продление сроков погашения было ограничено тремя годами (любые дополнительные остатки подлежали списанию). Примерно 50 процентов ипотечных кредитов прошли через процедуру сглаживания платежей. Эти меры были дополнены временным мораторием на обращение взыскания на заложенную жилую недвижимость.

Сокращение задолженности

В основе подхода Исландии к сокращению задолженности лежало несколько принципов. Во-первых, финансовое бремя должно было лечь на финансовый сектор, который располагал финансовыми буферами, а не на население, долг которого уже был высоким. Во-вторых, потребности испытывавших трудности домашних хозяйств сопоставлялись с сохранением прав кредиторов. Наконец, важным соображением была скорость проведения операции.

Принятый подход включал четыре элемента, каждый из которых менялся со временем в свете полученного опыта. Три элемента предусматривали выработку индивидуальных решений, администрируемых, соответственно, судами, финансовым сектором и вновь созданным Офисом омбудсмена должников (ОД). Четвертым элементом служило заключение договоренностей, которые позволяли провести ускоренное списание части ипотечных кредитов с существенной отрицательной стоимостью актива.

- *Администрируемое судами урегулирование задолженности.* Власти внесли изменения в Закон о банкротстве, с тем чтобы упростить и удешевить для домашних хозяйств процедуру подачи исков о консолидации необеспеченного долга и сократить период выполнения обязательств при банкротстве. Они также приняли Закон об уменьшении платежей по

Авторами данной вставки являются Эдда Рос Карлсдоттир и Франек Розвадовски.

¹Незаконные кредиты были пересчитаны по их стоимости в национальной валюте на возможно лучших условиях на момент заключения первоначального кредитного договора. Решением Верховного суда от февраля 2012 года данный режим был изменен, но его последствия до сих пор не ясны и не учитываются в данном обсуждении.

Вставка 3.2 (продолжение)

жилищным ипотечным кредитам, рассчитанным на домашние хозяйства, владеющие жильем умеренной стоимости. Этот закон позволяет кредиторам списывать ипотечные кредиты до 110 процентов стоимости залога (впоследствии этот лимит был понижен до 100 процентов) и преобразовывать списанные суммы в необеспеченные требования. Это сложная процедура, но ее основные элементы (сокращение платежей на определенный период времени, последующее уменьшение залога и возможное аннулирование необеспеченного долга) послужили образцом и правовой основой для последующих внесудебных инициатив. Она также служит запасным вариантом на случай неудачи при заключении внесудебной договоренности.

- *Отраслевая договоренность.* Власти поддержали общеотраслевую договоренность по администрируемой банками системе быстрого внесудебного уменьшения задолженности. Эта договоренность устраняла многие проблемы, связанные с реструктуризацией, администрируемой судами. Она интегрировала урегулирование обеспеченной и необеспеченной задолженности и устанавливала руководящие принципы в отношении гарантий третьих сторон и залогового обеспечения.

В рамках данной системы домашние хозяйства, стремящиеся облегчить свое бремя задолженности, вначале ликвидируют неосновные активы и используют любую свободную наличность для уменьшения долга. непогашенные ипотечные кредиты (или автокредиты) с отрицательной стоимостью актива затем делятся на обеспеченный кредит в сумме, равной 100 процентам стоимости залога, и временный необеспеченный кредит. Общее правило таково, что домашние хозяйства должны полностью обслуживать обеспеченные кредиты и использовать «остаточную способность производить платежи» для осуществления частичных пропорциональных платежей по всем необеспеченным кредитам². Однако существуют также положения о временной приостановке обслуживания до 30 процентов суммы

ипотечного кредита. Если домашние хозяйства осуществляют все эти платежи в срок на протяжении трех лет, непогашенное сальдо всех необеспеченных кредитов аннулируется.

- *Омбудсмен должников.* Третий индивидуальный подход был определен законодательством по ОД и его вспомогательной правовой системе. ОД предоставляет домашним хозяйствам правовые и финансовые консультации и назначает инспектора для защиты их интересов в ходе переговоров. Законодательство имеет целью уменьшить задержки путем введения временных ограничений на обработку заявок; оно также создает стимулы для кредиторов путем определения формальной процедуры представления требований, делая администрируемую судами реструктуризацию запасным вариантом (и угрозой) на случай неудачи переговоров. Администрируемая ОД реструктуризация задолженности имеет те же основные характеристики, что и реструктуризация в рамках отраслевой договоренности, но позволяет более гибко учитывать обстоятельства каждого заемщика, охватывает более широкий круг заемщиков и кредиторов и может предусматривать меньшее списание необеспеченных требований.
- *Ускоренное списание части задолженности.* Последним элементом, введенным в декабре 2010 года, была достигнутая правительством договоренность с кредиторами по относительно простым правилам списания ипотечных кредитов с сильно отрицательной стоимостью актива до 110 процентов от стоимости залога. Эта договоренность устраняла стимул для владельцев жилья занимать выжидательные позиции в надежде получить более выгодные предложения путем определения сроков проведения стоимостной оценки ипотеки и недвижимости, а также конечных сроков для принятия предложения. Процедура ускоренного списания позволила в наибольшей мере уменьшить задолженность и охватила большее число домашних хозяйств, чем все остальные программы. По состоянию на 31 января 2012 года почти 15 процентов домашних хозяйств с ипотечными кредитами воспользовались ускоренным списанием части своей задолженности по сравнению с шестью процентами, которые использовали или

²Способность производить платежи определяется как разница между располагаемым доходом и «нормальной» стоимостью жизни.

Вставка 3.2 (окончание)

используют отраслевую договоренность или ОД. При этом индивидуальные подходы, возможно, охватывают большее число домашних хозяйств с высокими коэффициентами обслуживания долга, так как примерно всего четверть домашних хозяйств, воспользовавшихся ускоренным списанием, относилась к этой категории (Ólafsson and Vignisdóttir, 2012).

Полученные результаты и уроки

Хотя еще рано делать однозначные оценки подхода Исландии к решению проблемы задолженности домашних хозяйств, уже можно сделать ряд выводов. Во-первых, меры, основанные на простых критериях участия в программах, таких как частичное списание ипотечных кредитов с существенной отрицательной стоимостью актива, могут обеспечить быстрое облегчение бремени при ориентировочной адресности таких программ. Во-вторых, индивидуальные внесудебные подходы позволяют быстрее прийти на помощь домашним хозяйствам, столкнувшимся со сложными проблемами, чем процедуры судебного разбирательства. Однако эти механизмы также являются медленными: к концу января 2012 года было обработано только 35 процентов

полученных заявок. Это частично объясняется тем, что основные концепции (такие как «способность производить платежи») не были точно определены. Однако это также связано с тем, что законодательство и отраслевая договоренность позволяют принимать большее количество решений на основе индивидуальных обстоятельств, чем допускает принцип ускоренного решения задачи. Наконец, аналогичным образом, более сложная структура метода ОД ведет к длительному рассмотрению заявок.

Как представляется, существует компромисс между быстрым решением проблемы и точной доработкой мер по облегчению бремени задолженности при защите прав собственности и уменьшении морального риска. Одним из способов уменьшения этого компромисса до минимума является использование параллельных систем — общих мер в трудных ситуациях, когда списание части долга представляется неизбежным, и индивидуальных мер в более сложных случаях. Поэтому решение властей дополнить индивидуальные подходы ускоренными мерами для ипотечных кредитов с существенной отрицательной стоимостью актива является шагом в правильном направлении.

Литература

- Adelino, Manuel, Kristopher Gerardi, and Paul Willen, 2009, "Why Don't Lenders Renegotiate More Home Mortgages? Redefaults, Self-Cures, and Securitization," NBER Working Paper No. 15159 (Cambridge, Massachusetts: National Bureau of Economic Research).
- Arellano, Manuel, and Stephen Bond, 1991, "Some Tests of Specification for Panel Data: Monte Carlo Evidence and an Application to Employment Equations," *Review of Economic Studies*, Vol. 58, pp. 277–97.
- Blinder, Alan S., 2008, "From the New Deal, a Way Out of a Mess," *The New York Times*, February 24.
- Board of Governors of the Federal Reserve System (BGFRS), 2012, "The U.S. Housing Market: Current Conditions and Policy Considerations," staff white paper (Washington, January).
- Buiter, Willem H., 2010, "Housing Wealth Isn't Wealth," *Economics—The Open-Access, Open-Assessment E-Journal*, Vol. 4, No. 22, pp. 1–29.
- Campbell, John, Stefano Giglio, and Parag Pathak, 2011, "Forced Sales and House Prices," *American Economic Review*, Vol. 101, No. 5, pp. 2108–31.
- Carroll, Christopher, Jiri Slacalek, and Martin Sommer, 2011, "Dissecting Saving Dynamics: Measuring Credit, Wealth and Precautionary Effects" (unpublished; Baltimore: Johns Hopkins University Press).
- Cecchetti, Stephen G., M. S. Mohanty, and Fabrizio Zampolli, 2011, "The Real Effects of Debt," BIS Working Paper No. 352 (Basel: Bank for International Settlements).
- Cerra, Valerie, and Sweta Saxena, 2008, "Growth Dynamics: The Myth of Economic Recovery," *American Economic Review*, Vol. 98, No. 1, pp. 439–57.
- Claessens, Stijn, Ayhan Kose, and Marco Terrones, 2010, "Financial Cycles: What? How? When?" in *NBER International Seminar on Macroeconomics*, ed. by Richard Clarida and Francesco Giavazzi (Chicago: University of Chicago Press), pp. 303–43.
- Coenen, Günter, Christopher J. Erceg, Charles Freedman, Davide Furceri, Michael Kumhof, René Lalonde, Douglas Laxton, Jesper Lindé, Annabelle Mourougane, Dirk Muir, Susanna Mursula, Carlos de Resende, John Roberts, Werner Roeger, Stephen Snudden, Mathias Trabandt, and Jan in't Veld, 2012, "Effects of Fiscal Stimulus in Structural Models," *American Economic Journal: Macroeconomics*, Vol. 4, No. 1, pp. 22–68.
- Courtemanche, Charles, and Kenneth Snowden, 2011, "Repairing a Mortgage Crisis: HOLC Lending and Its Impact on Local Housing Markets," *Journal of Economic History*, Vol. 71, No. 2, pp. 307–37.
- Crowe, Christopher W., Giovanni Dell'Ariccia, Deniz Igan, and Pau Rabanal, 2011, "Policies for Macrofinancial Stability: Options to Deal with Real Estate Booms," IMF Staff Discussion Note No. 11/02 (Washington: International Monetary Fund).
- Dell'Ariccia, Giovanni, Deniz Igan, Luc Laeven, and Hui Tong, forthcoming, "Policies for Macrofinancial Stability: Options to Deal with Credit Booms," IMF Staff Discussion Note (Washington: International Monetary Fund).
- Devries, Pete, Jaime Guajardo, Daniel Leigh, and Andrea Pescatori, 2011, "A New Action-Based Dataset of Fiscal Consolidation in OECD Countries," IMF Working Paper No. 11/128 (Washington: International Monetary Fund).
- Dynan, Karen, Jonathan Skinner, and Stephen P. Zeldes, 2004, "Do the Rich Save More?" *Journal of Political Economy*, Vol. 112, No. 2, pp. 397–444.
- The Economist*, 2011, "The Bursting of the Global Housing Bubble Is Only Halfway Through," Nov. 26. www.economist.com/node/21540231.
- Eggertsson, Gauti B., and Paul Krugman, 2010, "Debt, Deleveraging, and the Liquidity Trap: A Fisher-Minsky-Koo Approach" (unpublished; Princeton, New Jersey: Princeton University).
- Erbenova, Michaela, Yan Liu, and Magnus Saxegaard, 2011, "Corporate and Household Debt Distress in Latvia: Strengthening the Incentives for a Market-Based Approach to Debt Resolution," IMF Working Paper No. 11/85 (Washington: International Monetary Fund).
- Fatás, Antonio, 2012, "No Need to Deleverage Gross Debt." <http://fatasmihov.blogspot.com/2012/01/no-need-to-deleverage-gross-debt.html>.
- Fishback, Price V., Alfonso Flores-Lagunes, William Horrace, Shawn Kantor, and Jaret Treber, 2010, "The Influence of the Home Owners' Loan Corporation on Housing Markets During the 1930s," *Review of Financial Studies*, Vol. 24, No. 6, pp. 1782–813.
- Fisher, Irving, 1933, "The Debt-Deflation Theory of Great Depressions," *Econometrica*, Vol. 1, No. 4, pp. 337–47.
- Fondo de Garantías de Instituciones Financieras (Fogafin), ed., 2009, *Crisis Financiera Colombiana en los Años Noventa: Origen, Resolución y Lecciones Institucionales*, Universidad Externado de Colombia (Bogotá).
- Foote, Christopher, Kristopher Gerardi, Lorenz Goette, and Paul Willen, 2010, "Reducing Foreclosures: No Easy Answers," *NBER Macroeconomics Annual 2009*, Vol. 24, pp. 89–138.
- Forero, Efrain, 2004, "Evolution of the Mortgage System in Colombia: From the UPAC to the UVR1 System," paper presented at the XLI Conferencia Interamericana para la Vivienda, Panama City, August 11–13, 2003.
- Glick, Reuven, and Kevin J. Lansing, 2009, "U.S. Household Deleveraging and Future Consumption Growth," *FRBSF Economic Letter*, May 15.

- , 2010, “Global Household Leverage, House Prices, and Consumption,” *FRBSF Economic Letter*, January 11.
- Green, Richard K., and Susan M. Wachter, 2005, “The American Mortgage in Historical and International Context,” *Journal of Economic Perspectives*, Vol. 19, No. 4, pp. 93–114.
- Guerrieri, Veronica, and Guido Lorenzoni, 2011, “Credit Crises, Precautionary Savings and the Liquidity Trap” (unpublished; Chicago: University of Chicago Press).
- Hall, Robert E., 2011, “The Long Slump,” *American Economic Review*, Vol. 101 (April), pp. 431–69.
- Harding, Don, and Adrian Pagan, 2002, “Dissecting the Cycle: A Methodological Investigation,” *Journal of Monetary Economics*, Vol. 49, No. 2, pp. 365–81.
- Harriss, C. Lowell, 1951, “Background of Home Owners’ Loan Corporation Legislation,” in *History and Policies of the Home Owners’ Loan Corporation* (Cambridge, Massachusetts: National Bureau of Economic Research).
- Honohan, Patrick, and Luc Laeven, eds., 2005, *Systemic Financial Crises: Containment and Resolution* (Cambridge, United Kingdom: Cambridge University Press).
- Howard, Greg, Robert Martin, and Beth Ann Wilson, 2011, “Are Recoveries from Banking and Financial Crises Really So Different?” Board of Governors of the Federal Reserve System International Finance Discussion Paper No. 1037 (Washington, November).
- Hubbard, Glenn, 2011, “Q&A for Hubbard-Mayer Mortgage Refinancing Proposal.” www.glennhubbard.net/papers/369-qa-for-hubbard-mayer-mortgage-refinancing-proposal.html.
- , and Chris Mayer, 2008, “First, Let’s Stabilize Home Prices,” *The Wall Street Journal*, October 2. <http://online.wsj.com/article/SB122291076983796813.html>.
- Iacoviello, Matteo, 2005, “House Prices, Borrowing Constraints, and Monetary Policy in the Business Cycle,” *American Economic Review*, Vol. 95, No. 3, pp. 739–64.
- Igan, Deniz, and Prakash Loungani, forthcoming, “Global Housing Cycles,” IMF Working Paper (Washington: International Monetary Fund).
- Immergluck, Dan, and Geoff Smith, 2005, “There Goes the Neighborhood: The Effect of Single-Family Mortgage Foreclosures on Property Values” (unpublished; Chicago: Woodstock Institute).
- , 2006, “The Impact of Single Family Mortgage Foreclosures on Neighborhood Crime,” *Housing Studies*, Vol. 21, No. 6, pp. 851–66.
- International Monetary Fund (IMF), 1991, *Recent Economic Developments*, Norway (Washington).
- , 1993, *Recent Economic Developments*, Sweden (Washington).
- , 2011a, *Hungary: Staff Report for the 2010 Article IV Consultation and Proposal for Post-Program Monitoring*. (Washington).
- , 2011b, *United States: Staff Report for the 2011 Article IV Consultation*, Country Report No. 11/201 (Washington).
- Isaksen, Jacob, Paul Lassenius Kramp, Louise Funch Sørensen, and Søren Vester Sørensen, 2011, “Household Balance Sheets and Debt—An International Country Study,” Denmark’s Nationalbank, *Monetary Review*, 4th Quarter 2011.
- Jordà, Òscar, Moritz H.P. Schularick, and Alan M. Taylor, 2011, “When Credit Bites Back: Leverage, Business Cycles, and Crises,” NBER Working Paper No. 17621 (Cambridge, Massachusetts: National Bureau of Economic Research).
- Karlsdóttir, Edda Rós, Yngvi Örn Kristinsson, and Franek Rozwadowski, forthcoming, “Responses to Household Financial Distress in Iceland,” IMF Working Paper (Washington: International Monetary Fund).
- Kiff, John, and Vladimir Klyuev, 2009, “Foreclosure Mitigation Efforts in the United States: Approaches and Challenges,” IMF Staff Position Note No. 09/02 (Washington: International Monetary Fund).
- King, Mervyn, 1994, “Debt Deflation: Theory and Evidence,” *European Economic Review*, Vol. 38, No. 3–4, pp. 419–45.
- Krishnamurthy, Arvind, 2010, “Amplification Mechanisms in Liquidity Crises,” *American Economic Journal: Macroeconomics*, Vol. 2, No. 3, pp. 1–30.
- Krugman, Paul, 2011, “Debt Is (Mostly) Money We Owe to Ourselves.” <http://krugman.blogs.nytimes.com/2011/12/28/debt-is-mostly-money-we-owe-to-ourselves>.
- Kumhof, Michael, and Romain Rancière, 2010, “Leveraging Inequality,” *Finance & Development*, Vol. 47, No. 4, pp. 28–31.
- Laeven, Luc, and Thomas Laryea, 2009, “Principles of Household Debt Restructuring,” IMF Staff Position Note No. 09/15 (Washington: International Monetary Fund).
- Laeven, Luc, and Fabian Valencia, 2010, “Resolution of Banking Crises: The Good, the Bad, and the Ugly,” IMF Working Paper 10/146 (Washington: International Monetary Fund).
- Lorenzoni, Guido, 2008, “Inefficient Credit Booms,” *Review of Economic Studies*, Vol. 75, No. 3, pp. 809–33.
- Making Home Affordable Program (MHA), 2010, “Refinements to Existing Administration Programs Designed to Help Unemployed, Underwater Borrowers While Helping Administration Meet Its Goals” (Washington: Department of the Treasury, Department of Housing and Urban Development, and White House). www.makinghomeaffordable.gov/about-mha/latest-news/Pages/pr_03262010.aspx.
- , 2012, “January 2012 Making Home Affordable Report and Servicer Assessments for Fourth Quarter 2011” (Washington: Department of the Treasury, Department

- of Housing and Urban Development, and White House). www.treasury.gov/initiatives/financial-stability/results/MHA-Reports/Pages/default.aspx.
- Mayer, Christopher J., 1995, "A Model of Negotiated Sales Applied to Real Estate Auctions," *Journal of Urban Economics*, Vol. 38, No. 1, pp. 1–22.
- McKinsey Global Institute (McKinsey), 2010, *Debt and Deleveraging: The Global Credit Bubble and Its Economic Consequences* (Seoul, San Francisco, London, and Washington).
- , 2012, *Debt and Deleveraging: Uneven Progress on the Path to Growth* (Seoul, San Francisco, London, and Washington).
- Melzer, Brian, 2010, "Debt Overhang: Reduced Investment by Homeowners with Negative Equity," Kellogg School of Management Working Paper (Chicago).
- Mian, Atif, Kamalesh Rao, and Amir Sufi, 2011, "Household Balance Sheets, Consumption, and the Economic Slump," University of Chicago Booth School of Business Working Paper (Chicago).
- Mian, Atif, and Amir Sufi, 2011, "Consumers and the Economy, Part II: Household Debt and the Weak U.S. Recovery," *FRBSF Economic Letter*, January 18.
- , 2012, "What Explains High Unemployment? The Aggregate Demand Channel," NBER Working Paper No. 17830 (Cambridge, Massachusetts: National Bureau of Economic Research).
- Mian, Atif, Amir Sufi, and Francesco Trebbi, 2010, "The Political Economy of the U.S. Mortgage Default Crisis," *American Economic Review*, Vol. 95, pp. 587–611.
- , 2012, "Resolving Debt Overhang: Political Constraints in the Aftermath of Financial Crises," NBER Working Paper No. 17831 (Cambridge, Massachusetts: National Bureau of Economic Research).
- Minsky, Hyman, 1986, *Stabilizing an Unstable Economy* (New Haven, Connecticut: Yale University Press).
- Modigliani, Franco, 1986, "Life Cycle, Individual Thrift, and the Wealth of Nations," *American Economic Review*, Vol. 76, No. 3, pp. 297–313.
- Myers, Stewart C., 1977, "Determinants of Corporate Borrowing," *Journal of Financial Economics*, Vol. 5, No. 2, pp. 147–75.
- Nakagawa, Shinobu, and Yosuke Yasui, 2009, "A Note on Japanese Household Debt: International Comparison and Implications for Financial Stability," BIS Paper No. 46 (Basel: Bank for International Settlements).
- Ólafsson, Tjörvi, and Karen Á. Vignisdóttir, 2012, "Households' Position in the Financial Crisis in Iceland," Central Bank of Iceland Working Paper (Reykjavik).
- Olney, Martha L., 1999, "Avoiding Default: The Role of Credit in the Consumption Collapse of 1930," *The Quarterly Journal of Economics*, Vol. 114, No. 1, pp. 319–35.
- Organization for Economic Cooperation and Development (OECD), 1995, *Economic Survey*, Sweden (Paris).
- , 2009, *Economic Survey*, Iceland (Paris).
- Philippon, Thomas, 2009, "The Macroeconomics of Debt Overhang," paper presented at the 10th Jacques Polak Annual Research Conference, November 5–6.
- Rajan, Raghuram, and Luigi Zingales, 1998, "Financial Dependence and Growth," *American Economic Review*, Vol. 88 (June), pp. 559–86.
- Reinhart, Carmen M., and Kenneth Rogoff, 2009, *This Time Is Different: Eight Centuries of Financial Folly* (Princeton, New Jersey: Princeton University Press).
- Rogoff, Kenneth, 2011, "Understanding the Second Great Contraction: An Interview with Kenneth Rogoff," *McKinsey Quarterly* (October). www.mckinseyquarterly.com/Understanding_the_Second_Great_Contraction_An_interview_with_Kenneth_Rogoff_2871.
- Shleifer, Andrei, and Robert W. Vishny, 1992, "Liquidation Values and Debt Capacity: A Market Equilibrium Approach," *Journal of Finance*, Vol. 47, No. 4, pp. 1343–66.
- , 2010, "Fire Sales in Finance and Macroeconomics," NBER Working Paper No. 16642 (Cambridge, Massachusetts: National Bureau of Economic Research).
- Slok, Torsten, 2012, "Global Home Prices—Several Countries Still Overvalued," presentation, Deutsche Bank Securities (New York).
- Snowden, Kenneth, Jr., 2010, "The Anatomy of a Residential Mortgage Crisis: A Look Back to the 1930s," in *The Panic of 2008: Causes, Consequences and Proposals for Reform*, ed. by Lawrence Mitchell and Arthur Wilmarth (Northampton, Massachusetts: Edward Elgar).
- Special Inspector General for the Troubled Asset Relief Program (SIGTARP), 2010, "Factors Affecting Implementation of the Home Affordable Modification Program," SIGTARP-10-005 (Washington, March 25).
- Tobin, James, 1980, *Asset Accumulation and Economic Activity: Reflections on Contemporary Macroeconomic Theory* (Oxford: Basil Blackwell).
- U.S. Office of the Comptroller of the Currency (OCC), 2011, *Mortgage Metrics Report*, Third Quarter (Washington).
- Woodford, Michael, 2010, "Simple Analytics of the Government Expenditure Multiplier," NBER Working Paper No. 15714 (Cambridge, Massachusetts: National Bureau of Economic Research).

Каким образом колебания цен на биржевые товары влияют на экспортеров биржевых товаров, и какие ответные меры следует принимать этим странам? Эти вопросы вновь становятся актуальными в ситуации, когда слабость мировой экономики сочетается с устойчивой динамичностью рынков биржевых товаров после спада 1980-х и 1990-х годов. В настоящей главе вновь рассматриваются макроэкономические показатели стран-экспортёров биржевых товаров на протяжении циклов цен биржевых товаров, а также освещается параллельное изменение показателей и ценового цикла. Экономические последствия для экспортёров биржевых товаров серьёзны, когда изменения цен на биржевые товары вызывает мировая экономика. Антициклическая налогово-бюджетная политика — накопление буферных резервов во время роста цен на биржевые товары, которые можно использовать во время спада — может помочь защитить мелких экспортёров биржевых товаров, которые подвергаются воздействию экономической нестабильности, вызванной колебаниями цен на биржевые товары. При стойком же повышении цен увеличение государственных инвестиций и снижение налогов на труд и капитал могут повысить производительность и благосостояние частного сектора. В условиях почти рекордных уровней цен на биржевые товары, в сочетании с необычной неопределённостью перспектив мировой экономики, приоритетом для стран-экспортёров биржевых товаров, помимо создания бюджетных буферных резервов, является модернизация основ политики и институтов. При этом, если высокие цены не снизятся, в будущем разумно будет придерживаться осторожного подхода — с сохранением бюджетных буферных резервов при постепенном включении новой информации, что позволит постепенно вносить поправки на потенциально устойчивые более высокие цены.

Цены на биржевые товары резко выросли за последнее десятилетие, их рост лишь ненадолго был прерван мировым финансовым кризисом. К концу

Основными авторами настоящей главы являются Джон Блудорн, Рупа Дуттагупта (руководитель группы), Андреа Пескатори и Стефен Снадден, помощь в работе оказывали Мурад Омоев, Катрин Пэн и Марина Руссе. Джулия Берш и Сьюзен Ян также внесли вклад в работу над главой.

2011 года средние цены на энергоносители и базовые металлы в реальном выражении повысились в три раза по сравнению с их уровнем всего десять лет тому назад, приблизившись к рекордным за последние четыре десятилетия уровням или превысив их (рис. 4.1). Цены на продовольствие и сырьё также заметно выросли, хотя их уровень значительно уступает пику, достигнутому в 1970-х годах. Многие аналитики объясняют повышение цен на биржевые товары устойчивым ростом экономики стран с формирующимся рынком за последнее десятилетие¹.

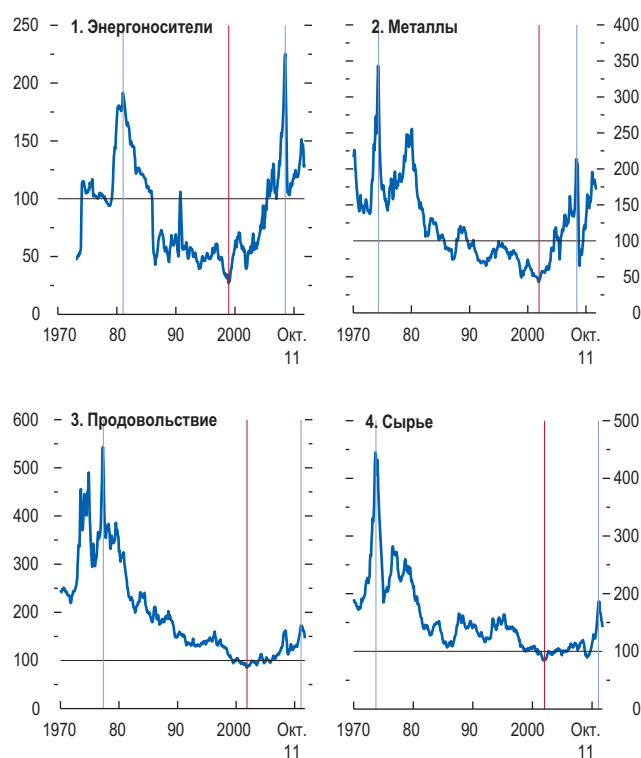
В перспективе при данной вялой глобальной активности и усилившихся рисках замедления роста в ближайшей перспективе, экономику стран-экспортёров биржевых товаров, возможно, ожидает спад (см. главу 1). Если риски снижения темпов роста мировой экономики станут реальностью, экспортёры биржевых товаров, большинство которых относится к странам с формирующимся рынком и развивающимся странам (рис. 4.2), могут столкнуться с ещё более серьёзными проблемами. С другой стороны, если геополитические риски для предложения нефти станут реальностью, цены на нефть могут временно повыситься, но последующее замедление темпов мирового роста может привести к снижению цен на другие биржевые товары. В настоящей главе эти проблемы рассматриваются в форме постановки следующих вопросов:

- Каково влияние циклов цен биржевых товаров на экономические показатели стран-экспортёров биржевых товаров? Как ведут себя стандартные показатели — такие как рост реального ВВП, рост кредита, а также внешнее и бюджетное сальдо — на протяжении таких циклов?
- Какое влияние оказывают на экспортёров колебания цен на биржевые товары под влиянием непредвиденных изменений в глобальной активности?
- Каким образом следует небольшим странам-экспортёрам биржевых товаров с открытой экономикой защищать свою экономику от колебаний цен на биржевые товары? Какова роль налогово-бюджетной политики? Каким должно быть

¹См. работу Непар (2005) и главы предыдущих выпусков «Перспектив развития мировой экономики» (глава 5 в сентябрьском выпуске 2006 года, глава 5 в апрельском выпуске 2008 года и глава 3 в октябрьском выпуске 2008 года).

Рисунок 4.1. Мировые цены на биржевые товары, 1970–2011 годы
(В реальном выражении)

Цены на многие биржевые товары повысились в последнее десятилетие



Источник: расчеты персонала МВФ.

Примечание. Индекс реальных цен группы биржевых товаров — взвешенное по объему торговли среднее значение мировых цен на биржевые товары группы в долларах США, дефлятированное по индексу потребительских цен США и нормализованное таким образом, чтобы оно равнялось 100 в 2005 году. Синими вертикальными линиями обозначены длительные пики циклов, а красными — длительные спады в циклах. Точные даты этих поворотных точек следующие (M = месяц). Энергоносители: 1981:M1, 1998:M12, 2008:M7. Металлы: 1974:M4, 2001:M12, 2008:M6. Продовольствие: 1977:M4, 2001:M11, 2011:M2. Сырье: 1973:M9, 2002:M1, 2011:M2. См. полное описание базовых данных в приложении 4.1.

взаимодействие налогово-бюджетной и денежно-кредитной политики? Каким образом уровень имевшегося ранее государственного долга и иные структурные характеристики, такие как удельный вес экспорта биржевого товара в экономике, влияют на выбор вариантов политики?

Настоящая глава вносит вклад в обсуждение политики в нескольких отношениях. Во-первых, она проливает свет на возможные различия в чувствительности экспортеров различных биржевых товаров — энергоносителей, металлов, продуктов питания и сельскохозяйственного сырья — к циклам цен на биржевые товары. В ней также признается, что не все изменения в ценах на биржевые товары одинаковы в плане их потенциального эффекта, и указывается на экономические последствия шоков рынков биржевых товаров под влиянием глобальной активности². Наконец, с помощью основного рабочего инструмента МВФ — Глобальной интегрированной монетарно-фискальной модели МВФ (ГИМФ) оцениваются оптимальные ответные меры налогово-бюджетной политики на вызванные глобальными факторами изменения в ценах на биржевые товары для небольших открытых экономик стран-экспортеров биржевых товаров. Этот анализ, основанный на использовании модели, дополняет соответствующую литературу, посвященную роли налогово-бюджетной политики в экономике стран-экспортеров биржевых товаров, различая воздействие со стороны шоков мировых цен на биржевые товары, определяющихся спросом, от тех, которые вызваны предложением. В анализе также выделяется зависимость надлежащих ответных мер налогово-бюджетной политики от других видов действующей экономической политики и от структурных характеристик экономики страны-экспортера биржевых товаров, а также последствий этих ориентированных на внутреннюю экономику мер политики для мировой экономической стабильности³.

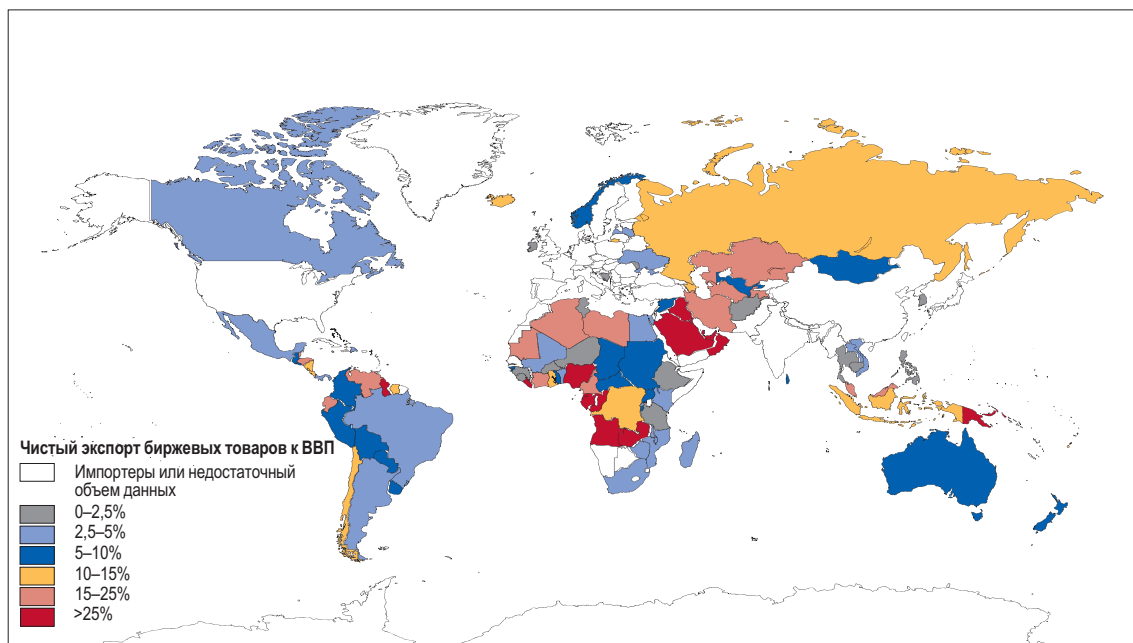
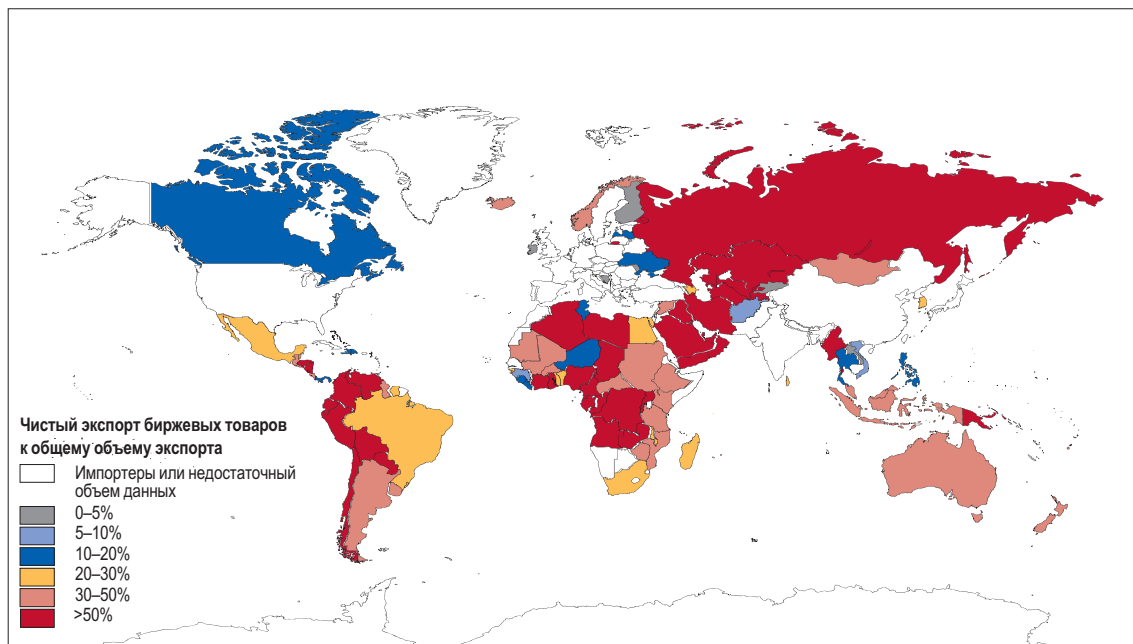
Важно подчеркнуть, что макроэкономическая стабилизация при изменчивости цен на биржевые товары является лишь одним из многочисленных приоритетов экономической политики экспортирующих биржевые товары развивающихся стран и стран

²Для этого мы используем вариант стратегии идентификации из работ Kilian (2009), Kilian, Rebucci, and Spatafora (2009) и Kilian and Murphy (2010) для оценки воздействия мирового спроса и шоков производства биржевых товаров на цены на нефть, медь, кофе и хлопок.

³См. в работах IMF (2009) и Baunsgaard and others (готовится к печати) описание роли бюджетных организаций стран-экспортеров биржевых товаров в решении задач макроэкономической стабилизации при шоках цен на биржевые товары.

Рисунок 4.2. Доля чистого экспорта биржевых товаров в общем объеме экспорта и ВВП
(В процентах)

Чистый экспорт биржевых товаров составляет значительную долю общего экспорта товаров и ВВП во многих странах с формирующимся рынком и развивающихся странах.



Источник: расчеты персонала МВФ.
Примечание. На этих картах показаны средние по странам с использованием имеющихся годовых данных за 1962–2010 годы. См. полное описание базовых данных в приложении 4.1.

с формирующимся рынком. К другим приоритетам относятся исчерпаемость ресурсов, справедливое распределение ресурсов между поколениями и проблемы «голландского» синдрома, связанного с открытием полезных ископаемых. Относительная приоритетность решения различных задач экономической политики зависит от конкретных условий в стране, включая структуру запасов биржевого товара, институциональный потенциал и уровень развития⁴. Несмотря на то, что мы также рассматриваем воздействие стойких изменений в ценах на биржевые товары, полноценный анализ оптимальной политики, ввиду целого спектра циклических и более долгосрочных целей стран-экспортеров биржевых товаров, выходит за рамки настоящей главы.

Основные выводы этого анализа следующие:

- Макроэкономические показатели в странах-экспортерах биржевых товаров обычно меняются в соответствии с циклами цен на биржевые товары. Экономическая активность ослабевает (усиливается) и внешнее и бюджетное сальдо ухудшаются (улучшаются) во время спада (роста) цен на биржевые товары, как в длительные периоды снижающихся (растущих) цен на биржевые товары, так и при более краткосрочных колебаниях цен этих товаров, продолжающихся лишь несколько лет. Такая динамика обычно более ярко выражена в случае экспортеров энергоносителей и металлов, чем экспортеров продовольственных и сырьевых товаров, возможно, в силу того, что цены на энергоносители и металлы более чувствительны к глобальному экономическому циклу, поскольку на эти товары приходится более значительная доля в совокупном экспорте и ВВП.
- Причина изменения цены на биржевой товар важна с точки зрения ее экономических последствий для экспортеров биржевых товаров. В частности, цены на биржевые товары, в основе которых лежат непредвиденные изменения в глобальной активности (спросе), оказывают сильное влияние на реальную активность и внешнее и бюджетное сальдо экспортеров, тогда как влияние цен, объясняющихся непредвиденными изменениями в мировом производстве (предложении) биржевого товара, не всегда значительно. Это воздействие, как правило, сильнее в случае стран-экспортеров нефти, чем экспортеров других биржевых товаров.

⁴См. анализ некоторых из этих вопросов в работах Baunsgaard and others (готовится к печати), Medas and Zakharova (2009), Deaton (1999), Collier and Goderis (2007), и Eyzaguirre and others (2011).

- Оптимальные ответные меры налогово-бюджетной политики при колебаниях цен на биржевые товары в случае небольшой открытой экономики, экспортирующей сырьевые товары, заключаются в антициклическом курсе: сбережении возросших доходов, связанных с биржевыми товарами во время повышения, и использовании этих буферных резервов во время спада. Такой курс налогово-бюджетной политики смягчает макроэкономическую нестабильность, вызванную колебаниями цен на биржевые товары.
 - При этом эффективность антициклической политики также зависит от степени автономии денежно-кредитной политики — налогово-бюджетная политика более эффективна при режиме установления целевых показателей (таргетирования) инфляции в сочетании с гибким обменным курсом, потому что денежно-кредитная политика способствует ослаблению изменчивости инфляции. Она также зависит от размера чистого государственного долга — при высоких уровнях долга приоритетом должно пользоваться сокращение долга для содействия снижению премии за суверенный риск и укреплению доверия. Кроме того, при некоторых шоках рынков биржевых товаров и некоторых обстоятельствах, меры политики менее антициклического характера в странах – ведущих экспортерах биржевых товаров могут быть предпочтительнее с точки зрения коллективных действий.
 - При ставших постоянными изменениях в ценах на биржевые товары решающее значение приобретает вопрос оптимальной адаптации к становящемуся постоянным более высокому или низкому уровню доходов бюджета, связанных с биржевыми товарами. При стойком повышении цен увеличение государственных инвестиций и снижение налогов на труд и капитал повышают производительность и благосостояние частного сектора. Однако отличить временные изменения в ценах на биржевые товары от постоянных — непростая задача. Это подчеркивает необходимость совершенствования основ политики и бюджетных буферных резервов, при постепенном включении новой информации о стойкости более высоких цен на биржевые товары.
- Что страны-экспортеры биржевых товаров могут извлечь для себя из этих выводов? Неблагоприятные перспективы мировой экономики предвещают, что цены на биржевые товары вряд ли будут повышаться теми же темпами, что в последнее десятилетие. Действительно, в базисных прогнозах «Перспектив развития мировой экономики» ожидается некоторое

снижение цен на биржевые товары в 2012–2013 годы (см. главу 1). Значительные риски снижения мировых темпов роста также создают угрозу дальнейшей корректировки цен на биржевые товары на понижение. Напротив, если цены на нефть резко возрастут в результате усиления беспокойства по поводу предложения, это может неожиданно снизить мировой спрос и, в конечном итоге, снизить цены на все остальные биржевые товары. Если начнется такой циклический спад цен, экспортеры биржевых товаров, вероятно, пострадают, в свете закономерностей прошлых периодов. Ряд стран-экспортеров биржевых товаров готов справиться с таким спадом, они укрепили основы своей налогово-бюджетной политики со временем или уже приняли руководящие принципы этой политики. Другим странам следует воспользоваться возможностью, предоставленной высокими ценами, чтобы снизить уровни задолженности, укрепить институты и расширить возможности бюджета для поддержки своевременных антициклических ответных мер политики в том случае, если спад цен на биржевые товары станет реальностью.

Какие уроки можно извлечь в более долгосрочной перспективе? Возможно, что повышение цен на биржевые товары будет длительным и цены останутся на уровне, близком к сложившемуся исторически рекордному⁵. В альтернативном варианте они могут снизиться в результате повышения эффективности использования и устранения прежних ограничений предложения. Ввиду необычной неопределенности и трудностей прогнозирования перспектив рынков биржевых товаров в режиме реального времени, оптимальным подходом является осмотрительный, заключающийся в создании буферных резервов для преодоления циклической изменчивости и постепенном включении новой информации, позволяющей постепенно вносить корректировки на потенциально перманентные более высокие цены на биржевые товары⁶.

Глава построена следующим образом. В первом разделе изложены упрощенные факты о внутренних экономических показателях при колебаниях цен на биржевые товары. Во втором рассматриваются экономические последствия шоков рынков

⁵См. «Обзор рынков биржевых товаров» в главе 1 и работу Erten and Ocampo (2012).

⁶Эти выводы не беспрецедентны. Frankel (2011) подчеркивает необходимость в том, чтобы страны-экспортеры биржевых товаров избегали проциклической налогово-бюджетной политики, которая усугубляет экономическую нестабильность. Baunsgaard and others (готовится к печати) подчеркивают значение разработки бюджетных основ, в которые постепенно включается новая информация.

биржевых товаров. В третьем рассматриваются оптимальные ответные меры политики при изменениях в ценах на биржевые товары. В заключительном разделе приводятся резюме и заключение.

Колебания цен на биржевые товары и макроэкономические показатели

Какова связь между экономическими показателями стран-экспортеров биржевых товаров и ценами на биржевые товары?⁷ Этот вопрос рассматривается в два этапа. Сначала мы сосредоточимся на показателях, имевших место во время двух самых ярко выраженных бумов цен на биржевые товары (периодов устойчивого повышения цен на биржевые товары) — начале 1970-х годов и в 2000-х годах — и промежуточного периода спада цен на биржевые товары в 1980-х и 1990-х годах⁸. Этот анализ выявляет связь показателей стран-экспортеров биржевых товаров с уровнем цен на биржевые товары. Затем мы изучим регулярные колебания цен на биржевые товары и циклы за последние 50 лет. Это проливает свет на любую параллельную эволюцию экономической ситуации экспортеров и циклов цен на биржевые товары, независимо от базовых трендов цен. Такой описательный анализ выявляет полезные корреляции между глобальными циклами цен на биржевые товары и внутренними экономическими показателями, не подразумевая какой-либо причинно-следственной связи между ними. Различия выделяются по четырем разным группам биржевых товаров: энергоносители, металлы, продукты питания (и напитки) и сельскохозяйственное сырье. Эти группы различаются во многих аспектах — в плане базовой структуры основных рынков, природы биржевого товара (например, возобновляемые и невозобновляемые базы ресурсов) и их связи с глобальной активностью (например, металлы и энергоносители имеют большее значение для индустриализации и создания инфраструктуры, а потому их цены могут быть теснее связаны

⁷Мы относим к экспортерам биржевых товаров те страны, в которых доля чистого экспорта биржевого товара (или группы биржевых товаров) в общем объеме товарного экспорта составляет не менее 10 процентов. См. подробности в приложении 4.1.

⁸Мы выделяем три длительных периода цен на биржевые товары за последние 50 лет (см. рис. 4.1, а также работу Radetzki, 2006): преддверие пика цен в середине 1970-х годов (цены на энергоносители достигли высшей точки в 1980 году); последовавший длительный спад до 2001 года (цены на энергоносители достигли низшей точки в 1998 году); а также последовавшее повышение.

с мировым экономическим циклом, чем цены продовольствия и сельскохозяйственного сырья). Мы также сосредоточимся на одном ведущем биржевом товаре каждой из четырех групп: нефти (энергоносители), меди (металлы), кофе (продовольствие) и хлопке (сырье), чтобы рассмотреть, действуют ли общие тенденции, наблюдаемые для групп биржевых товаров, на уровне конкретных товаров⁹.

Экономические показатели, ведущие к бумагам и спадам цен на биржевые товары

В странах-экспортерах биржевых товаров наблюдались более высокие макроэкономические показатели в 1970-х и 2000-х годах, когда цены на биржевые товары были высокими в реальном выражении по сравнению с 1980-ми и 1990-ми годами, когда цены были низкими (таблица 4.1)¹⁰. Рост реального ВВП для среднего экспортера биржевых товаров был на 1½–3½ процентного пункта выше в 1970-х годах и 2–4 процентных пункта выше в 2000-х годах по сравнению с промежуточным периодом¹¹. Кроме того, несмотря на повышение цен на биржевые товары, инфляция, измеряемая по индексу потребительских цен (ИПЦ), была ниже во время обоих бумов по сравнению с промежуточным периодом, когда многие экспортеры пережили кризис и стремились к достижению макроэкономической и финансовой стабильности.

Последнее десятилетие, по-видимому, было относительно более благоприятным для экспортеров энергоресурсов и металлов по сравнению с 1970-ми годами. Они добились значительного повышения темпов роста реального ВВП в 2000-х годах и значительного снижения инфляции в последние десять лет. Последнее может означать переориентацию на таргетирование инфляции среди стран с формирующимся рынком и развивающихся стран в 2000-х годах, в том числе среди экспортеров биржевых товаров (Бразилия, Колумбия, Таиланд,

⁹Эти биржевые товары также примечательны как представительные среди товаров в своих группах для наибольшего числа экспортеров биржевых товаров в выборке (то есть наибольшего числа экспортеров биржевых товаров, не менее 10 процентов общего объема товарного экспорта которых приходится на чистый экспорт этих биржевых товаров).

¹⁰Во всем исследовании мы используем реальные цены биржевых товаров: мировые цены на биржевые товары, выраженные в долларах США, дефлированы по ИПЦ США. См. подробности в приложении 4.1.

¹¹По каждому показателю мы берем медианное значение выборок средних значений по странам.

Чили и Южная Африка, в числе других)¹². Эти страны также значительно снизили уровни своего государственного долга за последнее десятилетие, по сравнению с бумом 1970-х годов¹³. Наконец, только в 2000-х годах произошло заметное улучшение средних бюджетных сальдо (представленное изменениями в отношении государственного долга к ВВП) экспортеров по всем группам биржевых товаров; в 1970-х годах такого не наблюдалось.

Макроэкономическая политика в странах-экспортерах биржевых товаров, по-видимому, продолжала улучшаться в 2000-х годах. Мы изучаем динамику экономических показателей экспортеров биржевых товаров, сделав три «моментальных снимка» за период последнего десятилетия — в начале бума, в середине десятилетия и в конце него (таблица 4.2)¹⁴. Уровни инфляции и государственного долга резко снижались на протяжении 2000-х годов, невзирая на Великую рецессию. Напротив, общее и циклически скорректированное первичное сальдо улучшалось до середины десятилетия, но ухудшилось к концу десятилетия. Ухудшение бюджетных позиций в 2010 году связано, вероятно, с бюджетными мерами, принятыми в ответ на глобальный кризис. Кроме того, взаимодействие экономической политики и условий позволило экспортерам биржевых товаров, несмотря на ухудшение сальдо бюджета, добиться некоторого сокращения долга к концу десятилетия¹⁵.

¹²См. в работах Heenan, Peter, and Roger (2006) и Roger (2010) сопоставимые результаты разных стран в принятии систем таргетирования инфляции. Batini and Laxton (2005) обнаружили, что страны с формирующимся рынком и развивающиеся страны, принявшие таргетирование инфляции, достигли значительных успехов в фиксировании инфляции и инфляционных ожиданий.

¹³Мы используем изменение отношения государственного долга к ВВП в качестве представительной переменной бюджетной позиции из-за отсутствия циклически скорректированного первичного сальдо для многих стран за период с 1960 по 2010 годы. У нас также нет данных о ВВП, не связанном с биржевыми товарами, для всех экспортеров биржевых товаров в выборке, которые могли бы лучше охарактеризовать экономические показатели за пределами сектора биржевых товаров.

¹⁴Отметим, что цены на энергоносители и металлы достигли высшей точки в 2008 году, тогда как пик цен на продовольствие и сельскохозяйственные материалы приходится на 2010 год.

¹⁵Эмпирический анализ курса налогово-бюджетной политики стран-производителей биржевых товаров на протяжении циклов цен биржевых товаров стал проводиться относительно недавно (по сравнению с исследованиями, оценивающими процикличность налогово-бюджетной политики по отношению к циклам объема производства). См. главу 3 в сентябрьском выпуске «Перспектив развития экономики в регионе Западного полушария» 2011 года, работы Medina (2010) и Kaminsky (2010) о процикличности налогово-бюджетной политики стран-производителей биржевых товаров в Латин-

Таблица 4.1. Средние экономические показатели стран – чистых экспортеров биржевых товаров, 1970–2010 годы

	Бум 1970-х годов	Спад 1980–2000-х годов	Бум 2000-х годов	Среднее за 1960–2010-е годы
Рост реального ВВП (в процентных пунктах)				
Чистые экспортеры энергоносителей	5,6	2,5	4,6	4,3
Чистые экспортеры металлов	5,6	2,2	6,4	3,5
Чистые экспортеры продовольствия	5,1	2,9	4,5	4,0
Чистые экспортеры сырья	5,0	3,3	5,3	4,3
Разница в темпах роста реального ВВП стран с формирующимся рынком и развивающихся стран, не являющихся экспортерами биржевых товаров (в процентных пунктах)				
Чистые экспортеры энергоносителей	1,1	–0,8	–0,8	0,5
Чистые экспортеры металлов	2,0	–1,8	0,5	–0,4
Чистые экспортеры продовольствия	0,6	–0,8	–0,6	0,2
Чистые экспортеры сырья	1,4	–0,6	0,2	0,5
Отношение размера государственного долга к ВВП (в процентах ВВП)				
Чистые экспортеры энергоносителей	31,3	63,9	24,1	44,4
Чистые экспортеры металлов	36,2	52,7	27,3	52,4
Чистые экспортеры продовольствия	21,9	78,7	37,4	50,0
Чистые экспортеры сырья	33,6	80,2	34,5	57,4
Отношение изменения размера государственного долга к ВВП (в процентных пунктах; увеличение = ухудшение)				
Чистые экспортеры энергоносителей	0,7	1,1	–4,5	–0,4
Чистые экспортеры металлов	1,5	1,2	–4,0	–0,4
Чистые экспортеры продовольствия	0,8	1,5	–3,9	0,4
Чистые экспортеры сырья	0,1	1,7	–5,9	–0,3
Средняя инфляция (в процентных пунктах)				
Чистые экспортеры энергоносителей	8,6	14,4	6,6	12,5
Чистые экспортеры металлов	8,4	22,5	9,2	16,1
Чистые экспортеры продовольствия	6,4	13,2	7,3	10,7
Чистые экспортеры сырья	4,6	12,4	6,8	10,1

Источник: расчеты персонала МВФ.

Примечание. Если не указано иное, цифры представляют медианное значение средних за соответствующий период, за исключением отношения размера государственного долга к ВВП, которое является средним значением на конец периода. К экспортерам биржевых товаров относятся страны, в которых доля чистого экспорта конкретного биржевого товара (или группы биржевых товаров) в общем товарном экспорте составляет не менее 10 процентов; к странам, не являющимся экспортерами биржевых товаров, относятся те, в которых эта доля отрицательна или равна нулю. См. на рис. 4.1 точные даты длительных циклов для каждой группы биржевых товаров. Поскольку в таблице использованы годовые базовые данные, даты округлены до ближайшего года.

Экономические показатели во время более краткосрочных колебаний цен на биржевые товары

Располагая некоторыми доказательствами положительной зависимости между макроэкономическими показателями и бумами и спадами цен на биржевые товары, мы переходим к последствиям коротких циклов цен на биржевые товары. С этой целью мы определяем поворотные точки реальных

цен в каждой группе биржевых товаров с 1957 года по октябрь 2011 года¹⁶. Этот анализ дает более 300 завершившихся циклов для 46 биржевых

ской Америке, особенно среди стран с более низкими и средними доходами. При этом Céspedes and Velasco (2011) считают, что налогово-бюджетная политика экспортеров биржевых товаров (включая более широкую группу) стала носить менее проциклический характер в 2000-х годах.

цен в каждой группе биржевых товаров с 1957 года по октябрь 2011 года¹⁶. Этот анализ дает более 300 завершившихся циклов для 46 биржевых

¹⁶На основе работы Cashin, McDermott, and Scott (2002) мы применяем методологию Harding and Pagan (2002) для определения высших и низших точек временной траектории реальных цен на биржевые товары. Потенциальная поворотная точка определяется как местный максимум или минимум, если цена за этот месяц выше или ниже цены за два предыдущих месяца и за два последующих месяца. Последовательность полученных потенциальных поворотных точек затем должна чередоваться между высшими и низшими точками. Кроме того, каждая фаза, определенная поворотными точками (подъем или спад), должна быть не короче 12 месяцев. См. подробности в приложении 4.2.

Таблица 4.2. Экономические показатели чистых экспортеров биржевых товаров в 2000-х годах

	2001	2005	2010	Среднее за 2001–2010-е годы
Отношение государственного долга к ВВП (в процентах)				
Чистые экспортеры энергоносителей	59,8	38,7	20,7	41,1
Чистые экспортеры металлов	52,7	41,1	36,4	47,6
Чистые экспортеры продовольствия	78,7	65,8	37,4	54,5
Чистые экспортеры сырья	80,2	52,9	34,5	53,9
Отношение изменения размера государственного долга к ВВП (в процентных пунктах)				
Чистые экспортеры энергоносителей	-1,0	-6,7	-1,8	-4,2
Чистые экспортеры металлов	-7,1	-7,6	-0,8	-3,0
Чистые экспортеры продовольствия	1,5	-5,4	-0,4	-3,4
Чистые экспортеры сырья	-1,0	-6,5	-0,3	-4,8
Общее сальдо бюджета (в процентах ВВП)				
Чистые экспортеры энергоносителей	-0,9	0,7	-1,3	-0,7
Чистые экспортеры металлов	-1,8	0,8	-0,4	-0,9
Чистые экспортеры продовольствия	-3,4	-2,1	-2,1	-1,8
Чистые экспортеры сырья	-2,6	-2,4	-2,3	-2,1
Сальдо бюджета, скорректированное с учетом циклических колебаний (в процентах потенциального ВВП)				
Чистые экспортеры энергоносителей	2,5	0,3	-2,2	-0,9
Чистые экспортеры металлов	0,8	-0,2	-3,1	-1,6
Чистые экспортеры продовольствия	-3,2	-2,6	-2,6	-3,2
Чистые экспортеры сырья	-4,8	-1,6	-3,1	-2,6
Инфляция (в процентных пунктах)				
Чистые экспортеры энергоносителей	4,9	7,4	4,7	7,5
Чистые экспортеры металлов	8,4	7,9	6,9	8,6
Чистые экспортеры продовольствия	5,7	7,2	4,8	7,7
Чистые экспортеры сырья	5,1	6,9	5,3	7,0
Изменение в логарифме реального эффективного валютного курса (× 100)				
Чистые экспортеры энергоносителей	3,2	1,5	0,3	1,5
Чистые экспортеры металлов	1,3	2,9	1,5	0,8
Чистые экспортеры продовольствия	1,6	2,2	-2,1	0,9
Чистые экспортеры сырья	1,6	0,4	-2,8	1,0

Источник: расчеты персонала МВФ.

Примечание. Если не указано иное, цифры представляют среднее значение в выборке за соответствующий год. К экспортерам биржевых товаров относятся страны, в которых доля чистого экспорта конкретной группы биржевых товаров в общем товарном экспорте составляет не менее 10 процентов.

товаров с медианной (средней) продолжительностью подъема в 2 (2½) года и медианной (средней) продолжительностью спада в 2½ (3) года. Средний спад ведет к снижению реальных цен (с высшей до низшей точки) на 38–52 процента, при более резких изменениях цен на энергоносители и металлы (см. приложение 4.2). Резюме взаимосвязи между ключевыми экономическими показателями во время роста и спада цен на биржевые товары приводится ниже.

За немногими исключениями внутренние экономические показатели стран-экспортеров биржевых товаров будут обычно меняться параллельно

с циклами цен на биржевые товары — улучшаясь во время подъема и ухудшаясь во время спада. Эта картина наблюдается в каждой из четырех групп биржевых товаров. Кроме того, разница в экономических показателях между бумагами и спадами обычно усиливается при более продолжительных циклах и/или при более резких изменениях цен по сравнению со средними.¹⁷

¹⁷Макроэкономические переменные изучаются для каждой фазы (бума или спада) при помощи трех характеристик — межстрановой медианы для фазы в целом, медианы в фазе в верхнем квартиле в плане продолжительности (длительные

- *Реальный ВВП* (рис. 4.3, панели 1 и 2). По четырем группам стран-экспортеров биржевых товаров во время спада происходит замедление медианных темпов роста реального ВВП на ½–1¼ процентного пункта по сравнению с бумом.
- *Рост кредита* снижается на 1–2 процентных пункта во время типичных спадов по сравнению с бумом цен в случае экспортеров энергоносителей и металлов; в то время как эта разница больше в случае экспортеров продовольствия и составляет 6 процентных пунктов (рис. 4.3, панели 3 и 4)¹⁸.
- *Внешнеэкономические сальдо* (рис. 4.3, панели 5 и 6). Сальдо счета текущих операций ухудшается во время типичных спадов по сравнению с бумами. Эта разница наиболее значительна в случае стран-экспортеров энергоносителей, сальдо текущего счета которых снижается с профицита в размере ¾ процента ВВП при буме до дефицита в размере 2¼ процента ВВП при спаде. Для всех экспортеров биржевых товаров разница возрастает, когда базовая фаза цены продолжительнее или цены меняются в большей степени, чем в типичной фазе. Так что ухудшение условий торговли, возникающее в результате снижения экспортных цен на биржевые товары, с избытком компенсирует любое положительное влияние на спрос, оказываемое снижением цены биржевого товара.
- *Бюджетные сальдо* (рис. 4.3, панели 9–12). Бюджетная позиция ухудшается при спадах по сравнению с бумами. Мы представляем два показателя бюджетной позиции — изменение отношения государственного долга к ВВП и общее сальдо бюджета¹⁹. Эти показатели указывают на ухудшение сальдо бюджета от ½ до 4 процентных пунктов ВВП при спадах по сравнению с бумами, с более сильной дисперсией в случае экспортеров энергоносителей и металлов.

колебания) и медианы в фазе в верхнем квартиле в плане амплитуды (резкие колебания). Мы также сопоставляем средние значения (вместо медианных) для макроэкономических показателей по альтернативным колебаниям цен на биржевые товары. Эта закономерность не меняется при несколько более значительных различиях между бумами и спадами.

¹⁸Мы не располагаем достаточным объемом данных по росту кредита для экспортеров сырья.

¹⁹Охват данных об изменении в государственном долге шире, чем об общем сальдо бюджета.

Таблица 4.3. Зависимость между колебаниями цен на биржевые товары и банковскими кризисами в странах-экспортерах биржевых товаров

(Число наблюдений)

	Чистые экспортеры энергоносителей		
	Отсутствие банковского кризиса	Банковский кризис	Итого
Повышение	409	67	476
Спад	399	77	476
Итого	808	144	952

	Чистые экспортеры металлов		
	Отсутствие банковского кризиса	Банковский кризис	Итого
Повышение	262	25	287
Спад	340	49	389
Итого	602	74	676

	Чистые экспортеры продовольствия		
	Отсутствие банковского кризиса	Банковский кризис	Итого
Повышение	433	83	516
Спад	825	168	993
Итого	1 258	251	1 509

	Чистые экспортеры сырья		
	Отсутствие банковского кризиса	Банковский кризис	Итого
Повышение	520	46	566
Спад	492	105	597
Итого	1 012	151	1 163

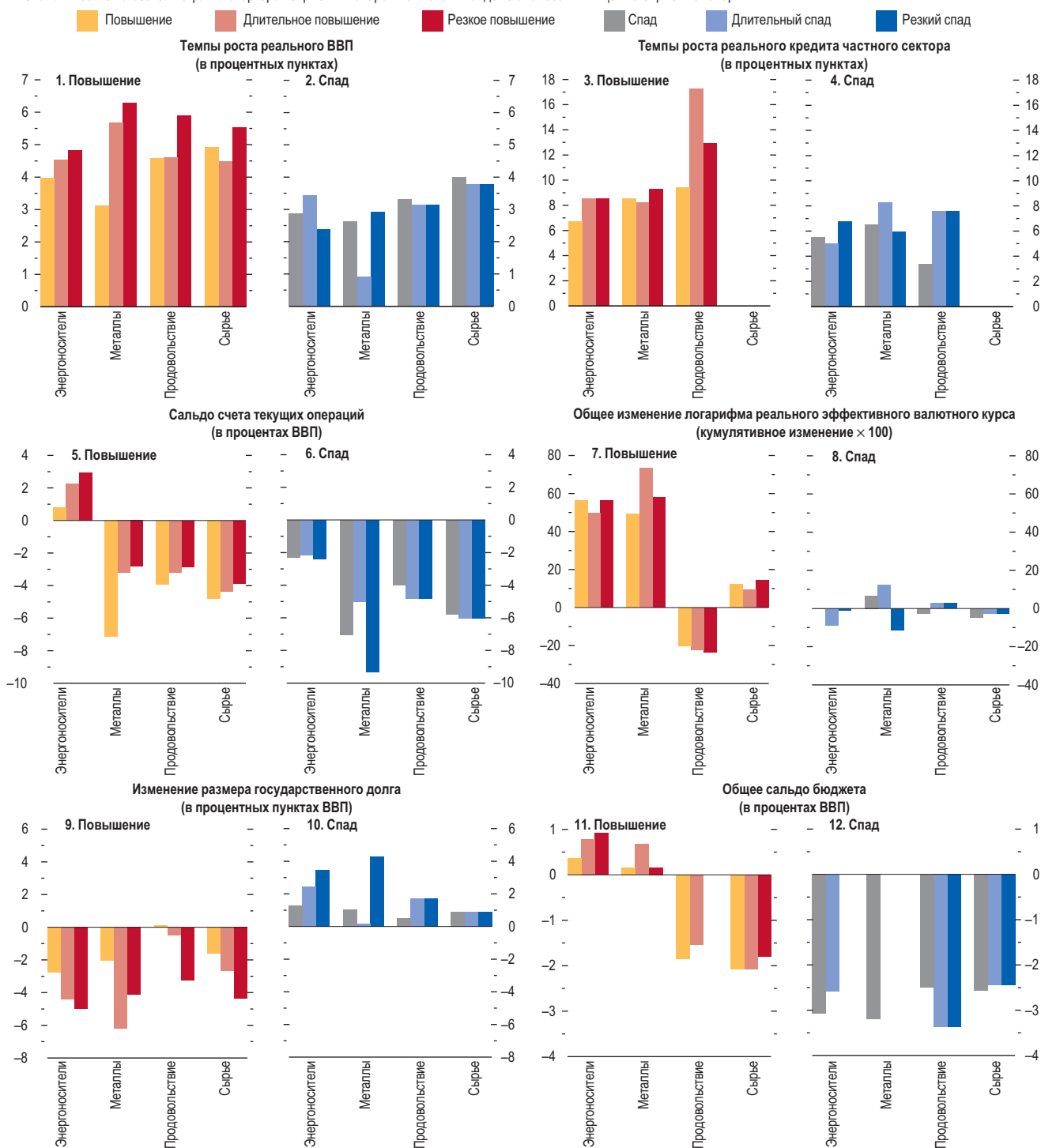
Источник: расчеты персонала МВФ.

Примечание. В таблице показано перекрестное табулирование указанных фаз индексов цен на биржевые товары и банковских кризисов в соответствующей группе чистых экспортеров биржевых товаров. Наблюдения относятся к экономикам-годам. Использован показатель банковских кризисов из работы Laeven and Valencia (2008, 2010). См. полное описание данных в приложении 4.1.

- *Финансовая стабильность*. Спады цен на биржевые товары чаще, чем бумы, связаны с банковскими кризисами в странах-экспортерах биржевых товаров (таблица 4.3).
- *Реальный эффективный валютный курс (РЭВК)*, как правило, повышается во время роста цен на биржевые товары по сравнению со спадом (рис. 4.3, панели 7 и 8). Кумулятивное процентное изменение РЭВК во время бума (с низшей до высшей точки) обычно превышает изменение во время спада (с высшей до низшей точки). Этот разброс особенно заметен в случае экспортеров энергоносителей и металлов, тогда как

Рисунок 4.3. Макроэкономические показатели стран-экспортеров биржевых товаров во время колебаний цен на биржевые товары

Экономические показатели стран-экспортеров биржевых товаров меняются в tandem с колебаниями цен на биржевые товары.



Источник: расчеты персонала МВФ.

Примечание. Каждый столбик показывает медианное значение средних на уровне страны в соответствующей выборке для каждой переменной. Длительные колебания относятся к верхнему квартилю по продолжительности, а резкие колебания относятся к верхнему квартилю по амплитуде. Столбики представляются только при наличии данных хотя бы за три года, по крайней мере по трем странам, так что при невыполнении этих критериев столбики отсутствуют. См. полное описание базовых данных в приложении 4.1.

в случае экспортеров продовольствия эта закономерность не наблюдается²⁰.

Закономерность циклической синхронизации макроэкономических показателей и цен на биржевые товары менее четко проявляется в случае отдельных биржевых товаров в рамках групп таких товаров (рис. 4.4).

- *Активность.* Проциклическая динамика роста реального ВВП заметнее в случае стран-экспортеров нефти и меди по сравнению со странами-экспортерами кофе и хлопка. Более тесная связь динамики экономической активности и циклов цен на биржевые товары может отражать большее значение нефти и меди в экономической деятельности их экспортеров — отношение среднего чистого экспорта нефти к ВВП превышает 20 процентов, а в случае меди — превышает 10 процентов. Для экспортеров кофе и хлопка отношение чистого экспорта к ВВП в среднем составляет от 3 до 4 процентов.
- *Сальдо внешнеэкономических операций.* Сальдо счета текущих операций носит проциклический характер во всех странах-экспортерах биржевых товаров и различия между бумами и спадами усиливаются при более длительном базовом цикле или более резких изменениях цен.
- *Сальдо бюджета.* Параллельная динамика бюджетных сальдо и циклов биржевых товаров заметнее в случае экспортеров нефти и меди, чем экспортеров продовольствия и сырья.

Циклы цен на биржевые товары и режимы экономической политики

Установив, что экономические условия ответственных экспортеров биржевых товаров изменяются параллельно с циклами цен на биржевые товары, рассмотрим, смягчается ли или усиливается

²⁰Это согласуется с эмпирической литературой. Например, в работе Chen, Rogoff, and Rossi (2010) показано, что реальные обменные курсы стран-экспортеров биржевых товаров повышаются в периоды роста цен на биржевые товары. При этом РЭВК в среднем не всегда повышается быстрее во время роста цен на биржевые товары, чем в среднем во время спада (не показанного здесь), что несколько озадачивает. Мы предлагаем два возможных объяснения. Во-первых, на РЭВК (как на все анализируемые переменные) влияют не только изменения в ценах на биржевые товары, но и лежащие в их основе меры политики и другие факторы, которые не указываются и не учитываются в этом анализе. Во-вторых, возможно некоторое завышение РЭВК в начале фазы роста цен, которое несколько сокращается впоследствии, приводя к среднему росту РЭВК, темпы которого не обязательно выше во время повышения цен, чем во время их спада.

эта динамика при альтернативных режимах политики в странах-экспортерах биржевых товаров. В частности, мы сосредоточимся на характере курсового режима (с привязкой и без привязки) и степени открытости счета операций с капиталом (относительно высокой и низкой). Как и ранее, эти основные корреляции не следует ошибочно толковать как причинно-следственную связь между структурными характеристиками и параллельной динамикой экономических условий и колебаний цен на биржевые товары.

Валютный режим

Циклическая изменчивость макроэкономических показателей несколько сильнее при валютных режимах с привязкой по сравнению с гибкими режимами, особенно в случае экспортеров энергоносителей и металлов (рис. 4.5). При режимах с привязкой замедление темпов роста объема производства носит более резкий характер во время спада во всех странах, за исключением экспортеров сырья, тогда как различия в сальдо счета текущих операций значительнее в странах-экспортерах металлов и энергоносителей. В теории, фиксированный валютный курс может ослабить нестабильность экономики, ограничив колебания валютных курсов, но он также не в состоянии амортизировать внешние шоки, включая изменения в реальных ценах на биржевые товары. Мы почти не обнаружили доказательств доминирования последнего эффекта в случае экспортеров энергоносителей и металлов²¹.

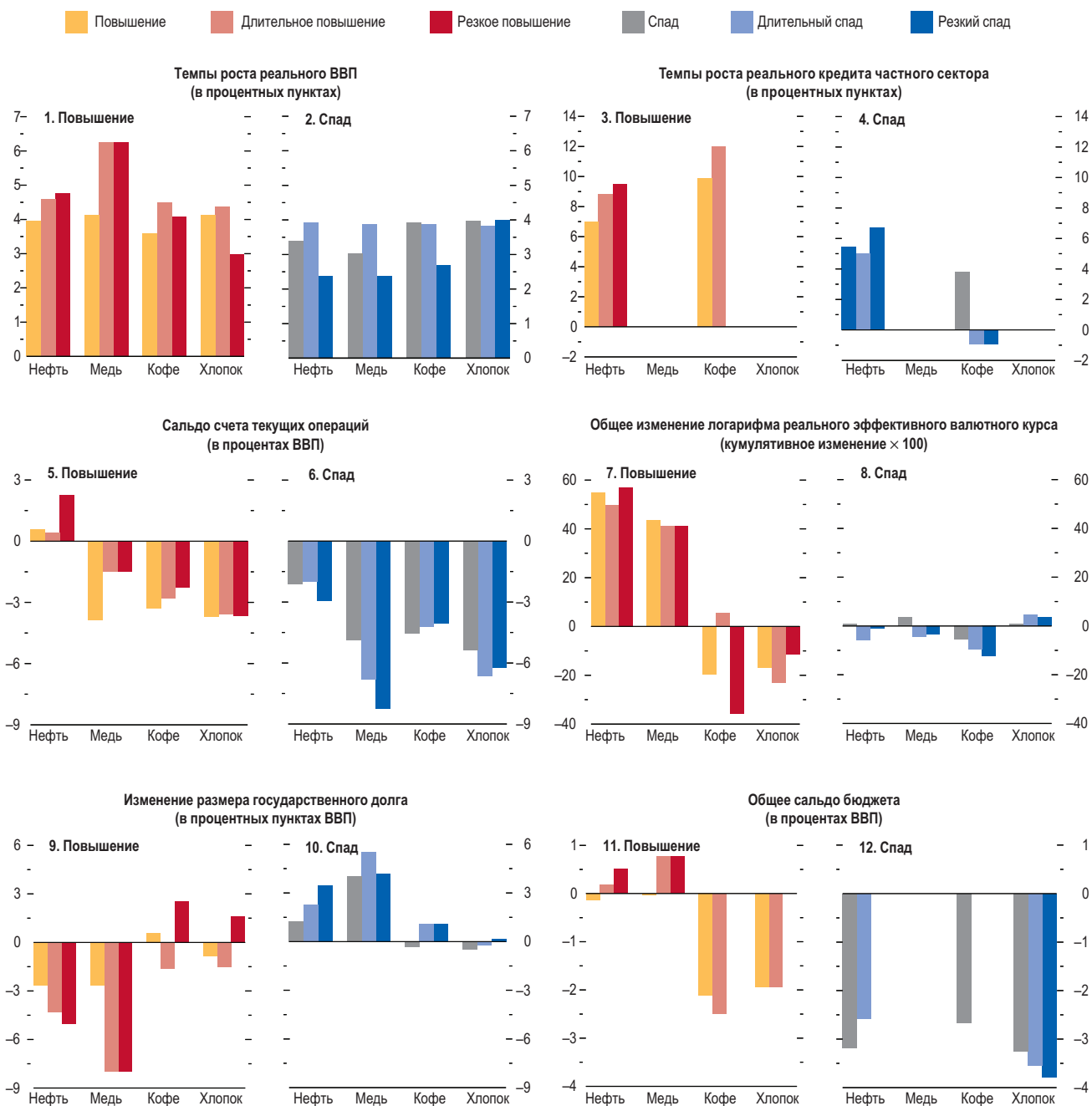
Степень открытости счета операций с капиталом

Параллельная динамика изменения макроэкономических показателей и циклов цен на биржевые товары усиливается при повышении степени открытости счета операций с капиталом в странах-экспортерах энергоносителей и металлов, но не в странах-экспортерах других биржевых товаров (рис. 4.6). В целом, возможно влияние противодействующих сил. Страны с более широким доступом к международным рынкам капитала должны быть в состоянии лучше выравнять изменчивость объема производства при колебаниях цен на биржевые товары — например, при помощи заимствования на международных рынках во время спада цен. В некоторых случаях, однако, рынки

²¹См. в работе Rafiq (2011) данные из стран-экспортеров нефти Совета по сотрудничеству стран Персидского залива, а в работе Adler and Sosa (2011) данные по странам Латинской Америки – экспортерам биржевых товаров.

Рисунок 4.4. Макроэкономические показатели стран-экспортеров четырех основных биржевых товаров во время колебаний цен на биржевые товары

Параллельная динамика циклов цен на биржевые товары и внутренних экономических показателей более ярко выражена в случае экспортеров нефти и меди, чем экспортеров кофе и хлопка.



Источник: расчеты персонала МВФ.

Примечание. Каждый столбик показывает медианное значение средних на уровне страны в соответствующей выборке для каждой переменной. Длительные колебания относятся к верхнему квартилю по продолжительности, а резкие колебания относятся к верхнему квартилю по амплитуде. Столбики представляются только при наличии данных хотя бы за три года, по крайней мере по трем странам, так что при невыполнении этих критериев столбики отсутствуют. См. полное описание базовых данных в приложении 4.1.

бывают проциклическими — потоки капитала растут во время роста цен на биржевые товары и уменьшаются при их спаде²². Последний фактор, как представляется, доминирует в случае экспортеров энергоносителей и металлов, но не экспортеров продовольствия и сырья.

В целом макроэкономические показатели стран-экспортеров биржевых товаров тесно связаны с колебаниями цен на биржевые товары. Это проциклическое поведение по отношению к ценам на биржевые товары обостряется при продолжительных колебаниях цен на биржевые товары или резких изменениях цен. При этом отмечаются значительные различия между экспортерами биржевых товаров. Показатели экспортеров энергоносителей и металлов обычно теснее связаны с колебаниями цен на биржевые товары, чем экспортеры продовольствия и сырья, и их макроэкономический разброс в зависимости от колебаний цен на биржевые товары, как правило, более ярко выражается при валютном режиме с фиксированным курсом и большей степени открытости счета операций с капиталом.

Обычно более значительные расхождения в макроэкономических показателях между бумами и спадами в случае экспортеров энергоносителей и металлов по сравнению с экспортерами продовольствия и сельскохозяйственных товаров может отчасти отражать более резкие изменения цен на энергоносители и металлы по сравнению с продовольствием и сельскохозяйственным сырьем. Но в более общем плане вышеуказанные корреляции не учитывают меры политики, которые могут сдерживать или усиливать параллельную динамику экономической конъюнктуры и циклов цен на биржевые товары. Например, энергоносители и металлы обычно связаны с более высокими роялти, чем другие биржевые товары, расходование которых во время подъема усиливало бы динамику параллельного изменения экономических показателей с колебаниями цен на биржевые товары.

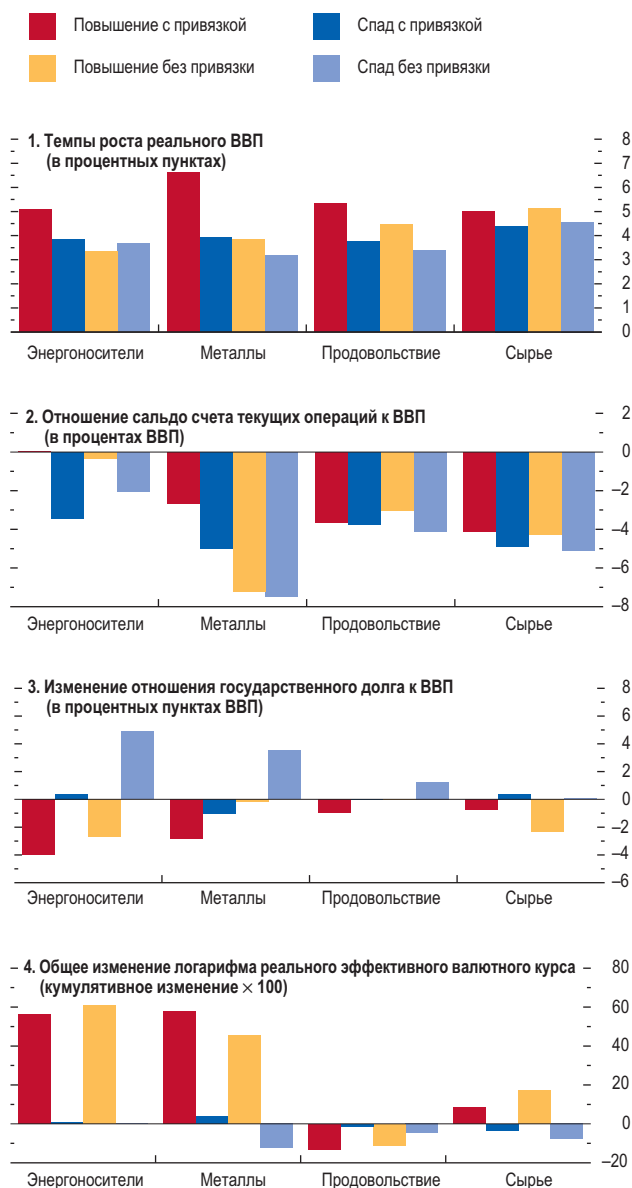
Факторы, влияющие на рынки биржевых товаров, и их макроэкономические последствия

Каково влияние непредвиденного ухудшения перспектив мировой экономики на цены биржевых товаров и их экспортеров? Для того чтобы

²²Adler and Sosa (2011) приводят данные об этой проциклическости в странах Латинской Америки – экспортерах биржевых товаров.

Рисунок 4.5. Курсовой режим и показатели стран-экспортеров во время колебаний цен на биржевые товары

Параллельная динамика экономических показателей и циклов цен на биржевые товары более ярко выражена при режимах с привязкой обменного курса в случае экспортеров энергоносителей и металлов.

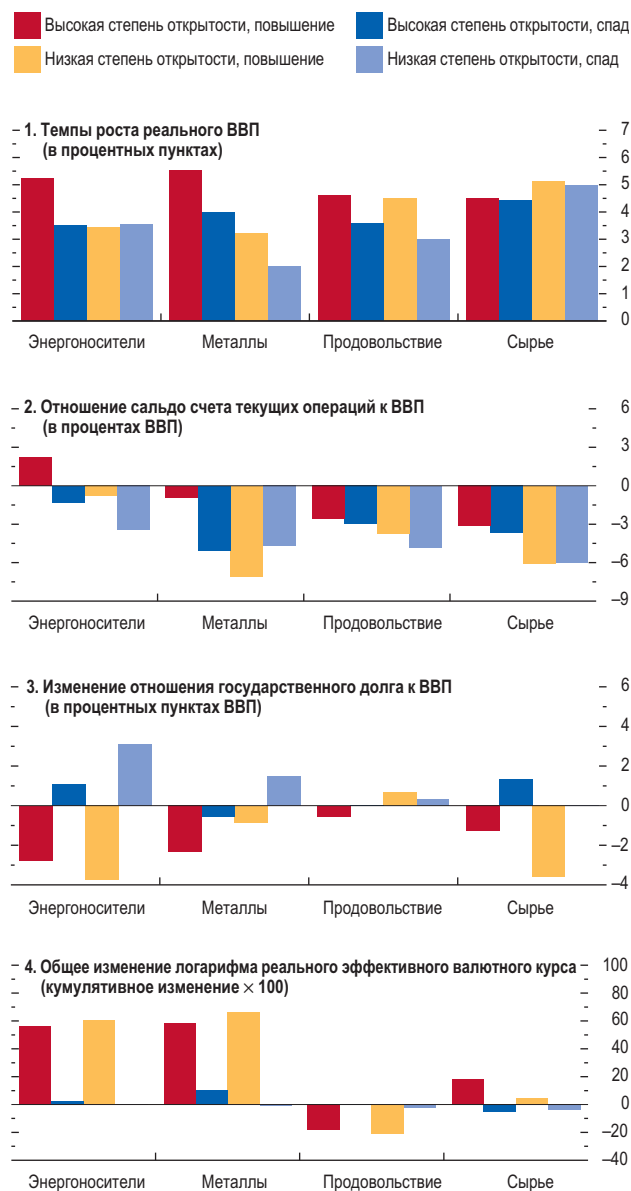


Источник: расчеты персонала МВФ.

Примечание. Каждый столбик показывает медианное значение средних на уровне страны в соответствующей выборке для каждой переменной. Столбики представляются только при наличии данных хотя бы за три года, по крайней мере по трем странам. Режимы обменного курса берутся из «относительно грубой» системы классификации в работе Ilzetzki, Reinhart, and Rogoff (2008), обновленной до 2010 года. См. полное описание базовых данных в приложении 4.1.

Рисунок 4.6. Степень открытости счета операций с капиталом и показатели страны-экспортера во время колебаний цен на биржевые товары

По некоторым данным параллельная динамика экономических показателей и циклов цен на биржевые товары усиливается при повышении степени открытости счета операций с капиталом в случае экспортеров энергоносителей и металлов.



Источник: расчеты персонала МВФ.

Примечание. Каждый столбик показывает медианное значение средних на уровне страны в соответствующей выборке для каждой переменной. Столбики представляются только при наличии данных хотя бы за три года, по крайней мере по трем странам. Страна относится к экономикам с высокой степенью открытости, если значение показателя открытости счета операций с капиталом из работы Chinn and Ito (2006, 2008) превышает или равно большой медиане выборки. В противном случае она относится к странам с низкой степенью открытости экономики. См. полное описание базовых данных в приложении 4.1.

ответить на этот вопрос, в настоящем разделе вначале рассматривается влияние шоков глобальной экономической активности на цены биржевых товаров, а затем оцениваются макроэкономические последствия для экспортеров биржевых товаров.

Факторы, влияющие на рынки биржевых товаров

Используя структурную модель векторной авторегрессии (VAR) мировых рынков биржевых товаров: нефти, меди, хлопка и кофе, мы определяем влияние шоков глобальной экономической активности и производства биржевых товаров на колебания цен на биржевые товары. Остальные (оставшиеся без объяснения) колебания цен отражают другие факторы, которые не поддаются точному определению, но вероятно являются сочетанием специфических факторов спроса на биржевые товары и ожиданий относительно будущего мирового производства и спроса²³.

Шоки мирового спроса оказывают положительное влияние на цены всех биржевых товаров за исключением кофе (таблица 4.4). Положительный шок мирового спроса в размере одного стандартного

²³VAR для нефти и меди рассчитываются с месячной периодичностью, тогда как для кофе и хлопка в них использованы годовые данные (в силу ограниченности данных). См. в приложении 4.3 детали о базовой модели и проверках устойчивости. Примеры шоков производства включают непредсказуемые погодные явления, такие как наводнения и засухи, оказывающие негативное воздействие на урожайность (для продовольствия и сырья); сбои в производстве в результате непредвиденных отказов техники или прекращения работы (в случае энергоносителей и металлов); и непредвиденные технологические достижения, увеличивающие производство. К примерам шока мировой активности относится внезапный спад глобальной экономической активности в результате неожиданной «жесткой посадки» в системно значимой стране. С другой стороны, к примерам шоков, связанных с конкретными биржевыми товарами, относятся сдвиг предпочтений в пользу кофе вместо чая (произошедший за последнее десятилетие), постепенное повышение интенсивности использования биржевого товара и изменение ожиданий в отношении будущего производства и глобальной экономической активности. Так что изменения в производстве или активности, которые полностью или частично ожидалось, входят в необъясненный компонент цены, соответствующий моменту поступления новости о предстоящем изменении, а не моменту фактического изменения. К примерам такого предвиденного шока производства можно отнести недавний пример Ливии, в которой ожидалось нарушение нефтедобычи при политических потрясениях и, соответственно, мирового предложения нефти, что вызвало повышение цен на нефть до того, как это произошло. Точно так же, ожидаемое повышение спроса на биржевые товары под влиянием высоких темпов экономического роста в Китае, основным фактором которого является недвижимость, заранее повышает цены на биржевые товары.

Таблица 4.4. Динамическое воздействие шоков мировых рынков биржевых товаров

Биржевой товар	Шок	Производство биржевых товаров		Глобальная активность		Реальные цены на биржевые товары	
		В год воздействия	Через 3 года	В год воздействия	Через 3 года	В год воздействия	Через 3 года
Нефть	Производство	0,488†	0,263	0,024	0,059	-1,098	1,975
	Глобальная активность	0,128†	-0,080	0,610†	0,215	3,526†	3,693†
Медь	Производство	0,949†	0,696†	-0,031	-0,076	-0,873	-2,106
	Глобальная активность	0,305†	0,229	0,752†	0,475†	2,414†	0,693
Кофе	Производство	6,933*** (0,731)	1,767 (1,175)	-0,144 (0,156)	-0,163 (0,321)	-1,050* (0,557)	-1,481 (1,252)
	Глобальная активность	...	2,393* (1,263)	1,041*** (0,110)	1,162*** (0,328)	0,517 (0,544)	-1,466 (1,319)
Хлопок	Производство	4,149*** (0,437)	0,095 (1,059)	0,370*** (0,132)	0,425 (0,345)	-0,038 (0,369)	-0,296 (0,536)
	Глобальная активность	...	-3,005** (1,178)	0,848*** (0,089)	1,320*** (0,373)	0,693* (0,361)	1,410** (0,614)

Источник: расчеты персонала МВФ.

Примечание. В силу месячной периодичности моделей рынков нефти и меди, для этих биржевых товаров показано среднее воздействие за соответствующий год. Крестом отмечены данные, в случае которых не менее 50 процентов отдельных базовых данных статистически значимы на 10-процентном уровне. Стандартные ошибки приводятся в скобках под их соответствующей оценкой результатов векторной авторегрессии с годовой периодичностью. *, ** и *** обозначают значимость на уровне 10 процентов, 5 процентов и 1 процента соответственно. В мысленном эксперименте происходит усиление шока мирового производства биржевого товара в размере одного стандартного отклонения или усиление шока глобальной активности в размере одного стандартного отклонения с соответствующей периодичностью. Значения не указываются в том случае, когда названный шок ограничен и не имеет одновременного эффекта. Дополнительную информацию см. в приложении 4.3.

отклонения (равный повышению на 0,6 процента месячного индекса мирового промышленного производства нефти и на 0,75 процента для меди) повышает реальные цены за год, в котором происходит этот шок, на 3,5 процента для нефти и 2,4 процента для меди. В случае хлопка повышение мирового спроса на одно стандартное отклонение, представительной величиной которого служит рост мирового реального ВВП на 0,8 процента, повышает цены хлопка на 0,7 процента. Положительное влияние шока мирового спроса не проходит даже через три года в случае цен на нефть и хлопок.

Напротив, шоки мирового производства, несмотря на то что они приводят к движению цен в противоположном направлении, не оказывают существенного влияния на какой-либо биржевой товар за исключением кофе. Положительный шок производства в размере одного стандартного отклонения увеличивает производство за год на 7 процентов в случае кофе и на 4 процента в случае хлопка в том же году. Средний рост месячного производства нефти и меди составляет, соответственно, 0,5 и 1 процент. Негативное воздействие этого увеличения добычи существенно только для кофе, цена которого снижается под этим влиянием на 1 процент, и незначительно в случае других товаров. В случае нефти результат противоречит существующей литературе, в которой утверждается, что шоки цен на нефть прошлых периодов в целом

были вызваны мировым предложением²⁴. Это, вероятно, означает, что сбои поставок прошлых периодов на рынках нефти в основном предвиделись. Напротив, связанные с погодными условиями шоки предложения предсказать труднее, чем шоки предложения энергоносителей и металлов, что сильнее сказывается на ценах сельскохозяйственных биржевых товаров, таких как кофе²⁵.

Эти выводы показывают, что не все эффекты цен на биржевые товары одинаковы, и многое зависит от причины шока и вида биржевого товара. Более важно то, что изменения в ценах на биржевые товары, вызванные неожиданными колебаниями в уровне глобальной активности, могут оказаться существенными.

Внутренние макроэкономические последствия шоков мировых рынков биржевых товаров

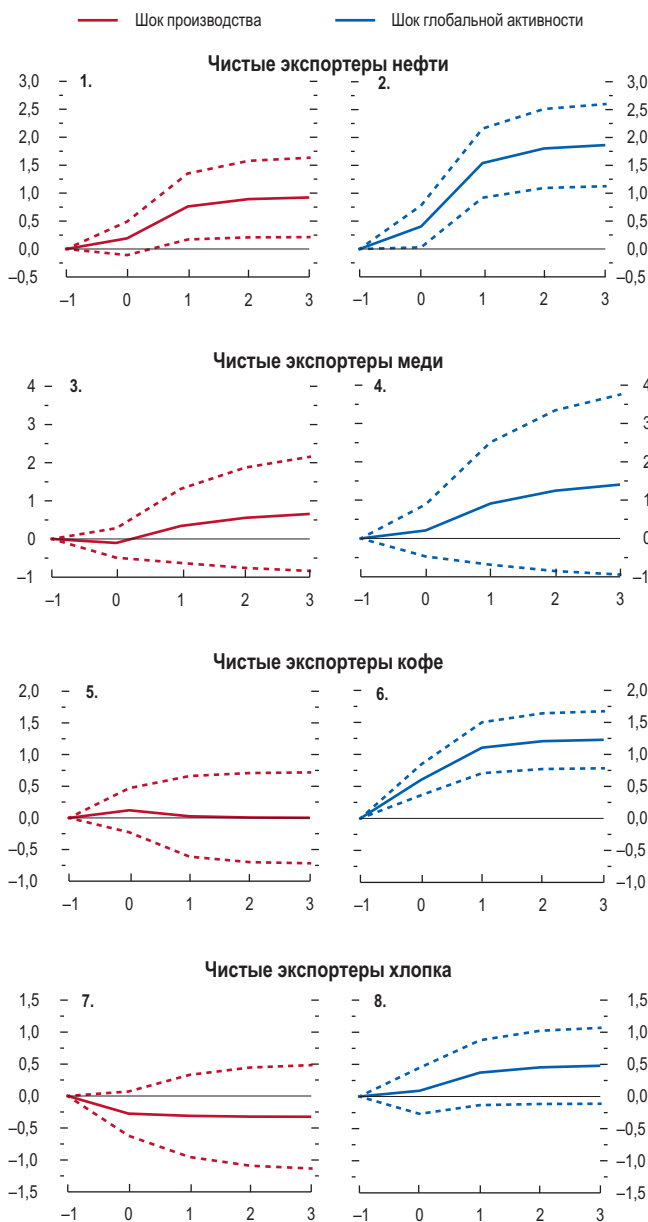
Каково влияние шоков рынков биржевых товаров, вызванных глобальной активностью,

²⁴См., например, Hamilton (2011). Однако авторы работ Kilian (2009) и Kilian and Murphy (2010) придерживаются противоположного мнения.

²⁵Тот факт, что мировой спрос не оказывает ощутимого влияния на цены кофе, может отражать их большую чувствительность к предпочтениям относительно тех или иных напитков, а также низкое значение эластичности по доходам (Bond, 1987).

Рисунок 4.7. Воздействие шоков рынков биржевых товаров на реальный объем производства
(Реакция в процентах)

Шоки цен на биржевые товары, вызванные мировым спросом, могут иметь значительные экономические последствия для экспортеров биржевых товаров.



Источник: расчеты персонала МВФ.

Примечание. На оси x указывается число прошедших лет, где нулевым моментом времени является год, в котором происходит шок. В выборку входят страны – чистые экспортеры биржевых товаров, в которых доля чистого экспорта биржевого товара в общем товарном экспорте составляет не менее 10 процентов. Пунктирными линиями обозначены 90-процентные доверительные интервалы. Масштабы шока составляют одно стандартное отклонение годового снижения при шоке мирового производства или годового увеличения при шоке глобальной активности. См. в приложении 4.3 описание модели векторной авторегрессии, использованной для оценки базовых шоков глобальной активности и производства.

на страны-экспортеры биржевых товаров? Мы ответим на этот вопрос с помощью динамической модели на базе панельных данных по экономическим последствиям альтернативных факторов, влияющих на рынки биржевых товаров, для экспортеров каждого биржевого товара²⁶. Как отмечалось выше, можно выделить два вида исходных шоков, вызывающих изменения в ценах на биржевые товары, — шоки глобальной активности (спрос) и шоки мирового производства биржевого товара (предложение). Приведенная ниже панельная модель рассчитывается по биржевым товарам для каждой группы экспортеров:²⁷

$$Y_{i,t} = \alpha_i + \delta Y_{i,t-1} + \sum_{k=0}^1 \sum_{j=0}^2 (\beta_{kj} u_{t-k,j} + \theta_k W_{i,t-k} + \varphi_{kj} W_{i,t-k} u_{t-k,j}) + \eta_{i,t}, \quad (4.1)$$

где $Y_{i,t}$ — макроэкономическая переменная, представляющая интерес для экономики страны i в момент t . Мы сосредоточимся на реальном ВВП, сальдо счета текущих операций в процентах ВВП и изменении отношения государственного долга к ВВП. α_i — фиксированный эффект, характерный для конкретной страны, $u_{t,j}$ — j -й рассматриваемый шок рынка биржевых товаров в момент t , $W_{i,t}$ — открытая позиция страны i по биржевому товару в момент t , выраженная в отношении скользящего среднего значения чистого экспорта биржевого товара за три года с лагом к общей сумме ВВП, а $\eta_{i,t}$ — нулевой средний параметр ошибки. Элементы взаимного влияния допускают возможность того, что воздействие переменных рынка биржевых товаров варьируется в соответствии со степенью зависимости страны от экспорта биржевых товаров.

Результаты подтверждают, что шоки биржевых товаров, вызванные мировым спросом, оказывают сильное экономическое воздействие на страны-экспортеры биржевых товаров (рис. 4.7, таблица 4.5). Это не удивительно, поскольку сюрпризы глобальной активности могут повлиять на спрос на все товары. Так что диверсифицированный экспортер

²⁶Колебания цен на биржевые товары могут также иметь серьезные последствия для импортеров этих товаров, многие из которых относятся к странам с низкими доходами (СНД). В то время как эта глава посвящена в основном экспортерам, во вставке 4.1 приведено резюме разных последствий роста цен продовольствия и топлива для СНД.

²⁷В выборке средняя доля чистого экспорта биржевого товара каждого чистого экспортера биржевых товаров в общем объеме товарного экспорта в течение всего периода выборки составляет не менее 10 процентов.

Таблица 4.5. Внутренние макроэкономические последствия шоков мировых рынков биржевых товаров

Биржевой товар	Шок	Реальный ВВП		Отношение сальдо счета текущих операций к ВВП		Отношение изменения размера государственного долга к ВВП	
		В год воздействия	Через 3 года	В год воздействия	Через 3 года	В год воздействия	Через 3 года
Нефть	Производство	0,191 (0,182)	0,923** (0,432)	0,510 (0,329)	2,802 (1,851)	-1,990*** (0,671)	-4,316*** (1,043)
	Глобальная активность	0,404* (0,228)	1,862*** (0,448)	0,840*** (0,230)	5,458*** (0,980)	-1,333*** (0,395)	-3,269*** (0,433)
Медь	Производство	-0,104 (0,235)	0,658 (0,908)	0,098 (0,287)	-1,253** (0,576)	0,984 (0,675)	-0,094 (1,077)
	Глобальная активность	0,210 (0,412)	1,406 (1,428)	1,049** (0,549)	2,486*** (0,952)	0,338 (0,752)	-0,851 (1,191)
Кофе	Производство	0,121 (0,212)	0,001 (0,437)	0,220 (0,237)	0,532 (0,560)	2,873* (1,657)	0,860 (1,090)
	Глобальная активность	0,603*** (0,146)	1,229*** (0,270)	0,364* (0,217)	1,589* (0,915)	4,579 (4,192)	6,128 (5,895)
Хлопок	Производство	-0,275 (0,210)	-0,325 (0,491)	-0,399 (0,324)	-1,153 (1,124)	2,854 (3,718)	1,697 (2,176)
	Глобальная активность	0,090 (0,218)	0,479 (0,359)	1,258* (0,648)	4,110*** (1,588)	0,469 (2,074)	-0,435 (1,464)

Источник: расчеты персонала МВФ.

Примечание. Стандартные ошибки приводятся в скобках под их соответствующей оценкой. *, ** и *** обозначают значимость на уровне 10 процентов, 5 процентов и 1 процента соответственно. В мысленном эксперименте происходит уменьшение годового шока мирового производства биржевого товара на одно стандартное отклонение или усиление годового шока глобальной активности на одно стандартное отклонение. В случае нефти и меди шоки являются средними значениями месячных шоков за год, взятыми из модели, на которой основана таблица 4.4 и описание которой приводится в приложении 4.3. Показанное здесь динамическое воздействие оценивается по среднему значению в выборке показателя риска, связанного с биржевым товаром (отношение чистого экспорта соответствующего биржевого товара к ВВП): в случае нефти оно равно 22,9 процента; меди — 10,3 процента; кофе — 4,2 процента и хлопка — 3,2 процента.

биржевых товаров окажется в ситуации роста спроса на все статьи его экспорта. В частности:

- Положительный шок глобальной активности улучшает экономические условия для всех экспортеров биржевых товаров через рост реального ВВП или внешнеэкономического сальдо, или же и того, и другого. В случае нефти типичный шок мирового спроса, повышающий цены на нефть, увеличивает реальный ВВП стран – чистых экспортеров нефти почти на 0,4 процента в год этого шока, тогда как в случае кофе рост составляет 0,6 процента (таблица 4.5)²⁸. Воздействие нефти и кофе на реальный ВВП усиливается на протяжении ближайших трех лет, оставаясь положительным и значительным. В остальных случаях влияние шоков спроса на экономический рост не было значительным. При этом отмечается существенное улучшение саль-

²⁸Отметим, что типичный шок мирового спроса (или производства) в случае цен на нефть и медь представляет годовое среднее месячных структурных шоков в месячной модели VAR. См. в приложении 4.3 детали использования этих результатов для получения оценки вмененной эластичности реального ВВП по повышению цен с годовой периодичностью.

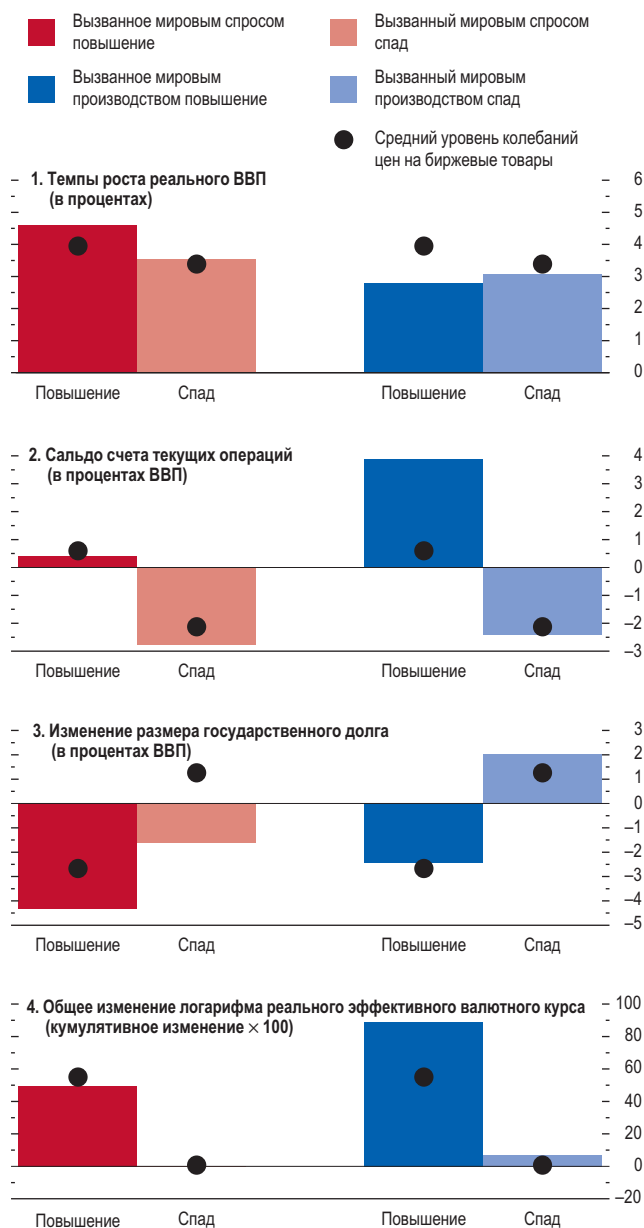
до счета текущих операций всех экспортеров биржевых товаров, и этот эффект остается значительным даже через три года для экспортеров всех биржевых товаров. Шоки мирового спроса улучшают бюджетные сальдо только в случае стран-экспортеров нефти, с усилением этого влияния в течение трехлетнего периода.

- Напротив, неудивительно, что негативный шок мирового производства биржевого товара, повышающий его цену, не всегда имеет значительные экономические последствия. Это объясняется тем, что негативный шок мирового производства бывает отчасти вызван негативным шоком внутреннего производства или может привести к снижению мирового ВВП, которое способно частично или полностью компенсировать положительное влияние улучшения условий торговли (что и наблюдается в случае меди и хлопка).

В чем выражаются вышеуказанные экономические последствия глобальной активности и мирового производства во время фаз повышения или спада цен на биржевые товары? Мы устанавливаем это, опираясь на модель VAR для разделения бумов цен на нефть на вызванные преимущественно

Рисунок 4.8. Факторы, влияющие на цены на нефть, циклы и показатели стран – чистых экспортеров нефти

Циклы цен на нефть, вызванные мировым спросом, влекут за собой усиление макроэкономической нестабильности.



Источник: расчеты персонала МВФ.

Примечание. Черными кружками обозначен средний уровень выборки во время повышения и спада без учета вызывающего их фактора. Отмечаются два вызванных мировым производством колебания цен на нефть: спад (1996:М1–1998:М12) и повышение (1999:М1–2000:М9). Имели место четыре колебания цен, вызванных спросом: два спада (1990:М10–1993:М12 и 2000:М10–2001:М12) и два повышения (1994:М1–1996:М10 и 2002:М1–2008:М7). См. полное описание базовых данных в приложении 4.1. См. в приложении 4.3 описание модели векторной авторегрессии, использованной для оценки базовых шоков глобальной активности и производства.

мировым спросом, и те, которые вызваны, главным образом, изменениями в мировом производстве²⁹. Резюме результатов приводится на рис. 4.8.

- Циклические экономические последствия колебаний цен на нефть несколько серьезнее, когда они вызваны мировым спросом. Разница в росте реального ВВП между типичным ростом и спадом составляет 1 процентный пункт для цикла цен на нефть, формирующегося под воздействием спроса, по сравнению с примерно 0,5 процента для всех циклов цен на нефть в среднем. Разброс сальдо счета текущих операций и кумулятивного повышения РЭВК при повышении цен на нефть под воздействием спроса по сравнению со спадом аналогичен наблюдающемуся для всех циклов цен на нефть в среднем.
- Бюджетная позиция улучшается в меньшей степени во время бумов цен на нефть под воздействием спроса по сравнению со спадами. Сальдо бюджета, представительной переменной которого служит годовое изменение отношения государственного долга к ВВП, улучшается примерно на 2½ процентных пункта ВВП во время повышения цен под воздействием мирового спроса (по сравнению с улучшением, близким к 4 процентным пунктам ВВП для всех циклов цен на нефть в среднем). Это, возможно, объясняется тенденцией стран-экспортеров нефти к принятию менее антициклических (или более проциклических) ответных мер налогово-бюджетной политики при шоках мирового спроса по сравнению с другими шоками, чем, в свою очередь, могут объясняться более значительные экономические вариации ответных мер при циклах цен на нефть, вызванных воздействием спроса.

Разграничение первопричин колебаний цен на биржевые товары имеет значение, поскольку эти факторы имеют различные последствия для цен и макроэкономических показателей разных экспортеров биржевых товаров. В целом, экономические последствия шоков глобальной активности для экспортеров биржевых товаров значительны. Их значимость особенно велика для экспортеров нефти, но имеет отношение и к другим экспортерам. В странах-экспортерах нефти наблюдается несколько более значительный разброс реальной активности, вытекающий из циклов цен на нефть, вызванных мировым спросом, чем из других видов циклов цен на нефть. Эти выводы, однако, не

²⁹Такое четкое разделение циклов цен, вызванных спросом, от циклов, вызванных производством, невозможно для других биржевых товаров. См. подробности в приложении 4.3.

поясняют, каким образом экспортерам биржевых товаров следует реагировать на мировые шоки биржевых товаров, чтобы свести к минимуму экономические последствия в стране. Это вопросы рассматриваются в следующем разделе.

Оптимальные ответные меры налогово-бюджетной политики на шоки рынков биржевых товаров

Как экспортерам биржевых товаров следует реагировать на колебания цен на биржевые товары? Роль макроэкономической политики в ослаблении экономической нестабильности может иметь большее значение для экспортеров биржевых товаров в свете стойкости и изменчивости колебаний цен на биржевые товары. Как отмечалось, типичный спад цен на нефть и металлы может продолжаться два-три года, повлечь за собой снижение реальной цены с высшей до низшей точки на 40–50 процентов и вызвать снижение темпов роста реального ВВП порядка $\frac{1}{2}$ –1 процентного пункта. В этом отношении роль налогово-бюджетной политики может быть решающей, ввиду прямого воздействия цен биржевых товаров на государственную казну, и через действия последней, на остальную экономику³⁰.

Настоящий раздел посвящен оптимальным ответным мерам налогово-бюджетной политики на колебания цен на биржевые товары в небольших открытых странах-экспортерах биржевых товаров и взаимодействию этих мер с денежно-кредитной политикой посредством выбора валютного режима. Несмотря на то, что модель откалибрована на нефть, как показано далее, результаты качественных исследований в равной мере применимы к другим биржевым товарам. В настоящем разделе анализируется влияние, оказываемое на выбор оптимальной налогово-бюджетной политики исходными колебаниями цен на биржевые товары, различиями в базовых макроэкономических условиях и структурными

³⁰Эмпирические данные, однако, указывают на чрезмерно проциклический характер налогово-бюджетной политики, усугубляющий внутреннюю изменчивость. Например, в работе Husain, Tazhibayeva, and Ter-Martirosyan (2008) показано, что ответные меры налогово-бюджетной политики при шоках цен на нефть усиливают внутреннюю изменчивость. Как уже отмечалось, в работе Frankel (2011) утверждается, что экспортеры биржевых товаров проводят чрезмерно проциклическую макроэкономическую политику, в то время как в работе Céspedes and Velasco (2011) делается вывод, согласно которому в последние годы экспортеры биржевых товаров, возможно, стали проводить менее проциклическую налогово-бюджетную политику.

характеристиками страны-экспортера биржевого товара. Признавая некоторые ограничения анализа, основанного на модели, мы также рассмотрим возможные компромиссы между оптимальной политикой на уровне страны и мировым масштабом в случае крупных экспортеров биржевых товаров, поскольку последствия их политики могут ощущаться далеко за их границами. Мы также рассмотрим оптимальные ответные меры налогово-бюджетной политики при стойких изменениях в ценах на биржевые товары. И наконец, рассмотрим, как экспортерам биржевых товаров лучше всего формулировать свою политику в свете сложившейся значительной неопределенности относительно будущего направления цен на биржевые товары.

Установки

Мы пользуемся вариантом Глобальной интегрированной монетарно-фискальной модели МВФ (ГИМФ) для двух регионов, состоящих из небольшой страны-экспортера нефти с открытой экономикой, и остального мира, который является *чистым* импортером нефти³¹. Небольшая страна-экспортер нефти с открытой экономикой принимает мировую цену на нефть как данную. Она экспортирует большую часть добытой нефти, чистый экспорт нефти равняется 18 процентам ее ВВП и на него приходится 45 процентов общего объема ее экспорта³². Это подразумевает, что шок, вызванный мировым спросом, повлияет на экспортера нефти не только за счет изменения в цене на нефть, но и через изменение в спросе на другие товары, которые экспортирует эта страна (тем самым принимая во внимание последствия, аналогичные «голландскому синдрому»). Население страны составляют домашние хозяйства с частично пересекающимися поколениями, а также домашние хозяйства, имеющие ограниченную ликвидность, для более реалистичного охвата воздействия налогово-бюджетной политики. Правительство может прибегать к займам на международных рынках капитала, но сталкивается с премией за риск, которая повышается с увеличением уровня его чистого внешнего долга³³. В базисном сценарии мы также предполагаем следующее: 1) добыча нефти в значительной

³¹См. подробности в приложении 4.4.

³²Это аналогично средним долям экспортеров нефти в выборке (см. приложение 4.1).

³³Чистый долг учитывает все положительные позиции по иностранным активам (такие как фонд национального благосостояния).

степени контролируется правительством, которому начисляется большая часть соответствующей ренты (через «роялти от биржевых товаров»); 2) чистый государственный долг относительно невелик и чувствительность премии за суверенный риск к его изменениям незначительна; 3) денежно-кредитная политика придерживается режима таргетирования инфляции с плавающим номинальным валютным курсом. Эти допущения смягчаются в последующем анализе устойчивости.

Курс налогово-бюджетной политики моделируется при помощи правил, призванных получить такое сальдо бюджета правительства, которое минимизирует изменчивость объема производства и темпов инфляции. В частности, в каждом периоде орган налогово-бюджетной политики выбирает инструмент, реагируя на отклонения нефтефискальных поступлений от их долгосрочного уровня и отклонения роялти биржевых товаров от их долгосрочного уровня. Например, при неожиданном временном росте мировой цены на нефть и налоговых поступлений, роялти от биржевых товаров временно превышают свой долгосрочный уровень, и орган налогово-бюджетного управления может в ответ откорректировать налогово-бюджетный инструмент. В данном случае используется конкретный инструмент в виде ставки налога на труд, который выбран из соображений простоты и не является рекомендацией по проведению политики. Выводы для экономической политики также не зависят от этого выбора. Мы рассматриваем три общих курса.

- *Правило сбалансированного бюджета.* При таком правиле государственный бюджет сбалансирован в каждом периоде, так что все исключительные роялти от биржевых товаров и налоговые доходы немедленно перераспределяются в пользу домашних хозяйств при помощи снижения ставок налогов. Это правило преднамеренно носит проциклический характер, но сохраняет сальдо бюджета и чистый долг на их долгосрочных целевых уровнях.
- *Правило структурного профицита.* Согласно этому правилу, исключительно высокие роялти биржевых товаров и налоговые доходы собираются, тогда как исключительно низкие роялти и доходы приводят к расходованию сбережений (предотвращая тем самым повышение налоговых ставок для компенсации потерь). Это правило приводит к изменению «один к одному» общего сальдо бюджета и государственного долга в ответ на отклонения роялти и налоговых доходов от долгосрочных значений; оно «циклически

нейтрально», поскольку не увеличивает и не уменьшает совокупный спрос.

- *Контрциклическое правило.* Согласно этому правилу, налогово-бюджетные органы не только собирают исключительно высокие роялти от биржевых товаров и налоговые доходы, но и повышают налоги, чтобы ослабить стимул для совокупного спроса, создаваемый ростом нефтяных доходов, поступающих в частный сектор. В случае исключительно низких роялти и налоговых доходов налоги временно снижаются. Это правило подразумевает более значительные изменения в бюджетных профицитах и государственном долге при изменениях цен на нефть. При этом оно действует контрциклично, увеличивая (уменьшая) структурное сальдо в период высоких (низких) цен на нефть и/или уровней экономической активности.

На практике правила такого типа в целом воздействовали на поведение налогово-бюджетной политики в ряде стран-экспортеров биржевых товаров. Чили и Норвегия даже приняли специальные правила, аналогичные использованным в имитационном моделировании. Чили придерживается правила структурного профицита, предусматривающего наличие автоматических стабилизаторов. Правило в Норвегии устанавливает целевой показатель структурного нефтефискального сальдо, а также предусматривает возможность контрциклических ответных мер на протяжении экономического цикла³⁴.

Ответные меры при шоках цен на биржевые товары

Для сравнения эффекта трех курсов налогово-бюджетной политики мы анализируем результаты имитационных расчетов на основе двух сценариев шоков цен на нефть. В первом сценарии повышение цен на нефть вызвано непредвиденным усилением глобальной активности. Во втором повышении вызвано негативным шоком мировой добычи нефти. В обоих сценариях калибровка шоков дает сопоставимое повышение цен на нефть (примерно 20 процентов после одного года). Кроме того, повышение цен на нефть сохраняется примерно три года — в рамках распределения

³⁴За последние два десятилетия заметно расширилось проведение налогово-бюджетной политики, основанной на правилах, выраженных в определенной концепции сальдо бюджета или его компонентов (доходов и/или расходов) и/или уровня долга. Бюджетные правила в настоящее время используются в той или иной форме в более чем 65 странах. См. работу IMF (2009).

продолжительности циклов цен на нефть в эмпирическом анализе.

Мы обнаружили, что воздействие повышения цен на нефть на экономику страны зависит от того, вызвано ли это повышение условиями внешнего спроса или внешнего предложения, что соответствует эмпирическим результатам.

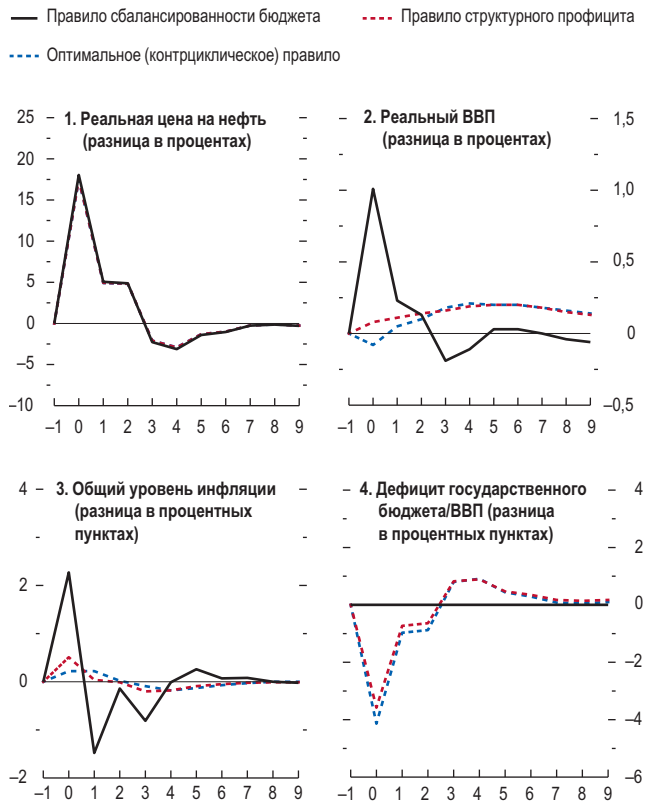
В случае повышения цен на нефть, обусловленного внешним предложением, временное сокращение предложения нефти в остальном мире повышает реальную цену нефти на 20 процентов в течение первого года. Цена постепенно снижается в последующие два года (рис. 4.9). По мере сокращения ВВП остального мира, снижается и реальный внешний спрос на все товары, вывозимые небольшой страной-экспортером нефти с открытой экономикой. При этом снижение внешнего спроса компенсируется ростом реальной стоимости нефтяного экспорта страны, который улучшает ее торговый баланс. Несмотря на повышение общего уровня инфляции в результате повышения цен на нефть, пониженный мировой спрос снижает реальную цену конечной продукции и в действительности ведет к снижению базовой инфляции. Это отчасти смягчается несколько более стимулирующей денежно-кредитной политикой.

В случае повышения цен на нефть под воздействием внешнего спроса, временное увеличение ликвидности в остальном мире усиливает мировой спрос, повышая реальную цену нефти примерно на 20 процентов в первые три года, после чего мировой спрос возвращается к исходному уровню. Цены на нефть также переживают цикл подъемов и спадов. В отличие от шока цен на нефть, обусловленного предложением, бум мирового спроса повышает спрос на *все* статьи и цены экспорта небольшой страны с открытой экономикой.

В случае обоих видов шоков курс налогово-бюджетной политики, направленный на сбалансированный бюджет, усугубляет макроэкономическую нестабильность по сравнению со структурным и антициклическим курсами (рис. 4.9 и 4.10). В соответствии с правилом сбалансированного бюджета, избыточные налоговые доходы и нефтяные роялти, полученные во время бума, расходуются через снижение налогов на труд. В свою очередь, когда прекращается повышение цен на нефть, снижение налоговых доходов и роялти компенсируется повышением налогов на труд. При любом направлении усиливается изменчивость разрыва между фактическим и потенциальным объемом производства и инфляции. По правилу структурного профицита избыточные доходы и роялти времен

Рисунок 4.9. Динамическое воздействие временного сокращения предложения нефти в остальном мире на небольшую страну с открытой экономикой – экспортера нефти

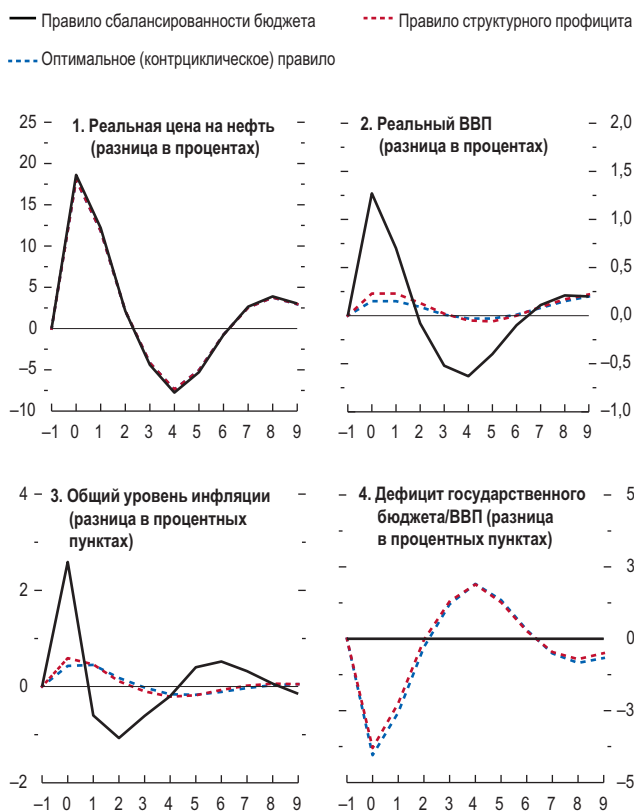
Фискальная политика, направленная на сбалансированность бюджета, при повышении цен на нефть под влиянием мирового предложения усиливает внутреннюю макроэкономическую волатильность в стране-экспортере нефти. Оптимальным путем ослабления этой изменчивости является антициклический курс налогово-бюджетной политики.



Источник: Глобальная интегрированная монетарно-фискальная модель МВФ.
Примечание. На оси x указывается число прошедших лет, где нулевым моментом времени является год, в котором происходит шок. См. описание модели в приложении 4.4.

Рисунок 4.10. Динамическое воздействие временного увеличения ликвидности в остальном мире на небольшую страну с открытой экономикой – экспортера нефти

Внутренняя экономическая волатильность, вызванная повышением цен на нефть под влиянием мирового спроса, еще сильнее, чем при повышении под влиянием мирового предложения. В обоих случаях антициклическая налогово-бюджетная политика берет верх над политикой сбалансированности бюджета в плане минимизации изменчивости.



Источник: Глобальная интегрированная монетарно-фискальная модель МВФ.
 Примечание. На оси x указывается число прошедших лет, где нулевым моментом времени является год, в котором происходит шок. См. описание модели в приложении 4.4.

бума цен сберегаются, так что налоги на труд не меняются и снижается отношение долга к ВВП. В свою очередь допускается недопоступление этих доходов по сравнению с их потенциальным уровнем при прекращении бума. При любом направлении правило структурного профицита способствует ослаблению изменчивости разрыва между фактическим и потенциальным объемом производства и инфляции по сравнению с правилом сбалансированного бюджета³⁵. Согласно контрциклическому правилу, ставка налога на труд повышается при бума, способствуя дальнейшему сдерживанию спроса и инфляции. В свою очередь, ставка налога на труд снижается при прекращении бума, сдерживая падение спроса. Таким образом, контрциклическое правило сокращает изменчивость разрыва между фактическим и потенциальным объемом производства и инфляции в большей степени, чем правило структурного профицита при обоих видах шоков циклических изменений цен на биржевые товары, и является оптимальной ответной мерой налогово-бюджетной политики в обоих случаях. В моделировании масштаб антициклических мер в случае временного повышения роялти сравнительно невелик. Это в основном отражает предположение о том, что большая часть нефтяных роялти достается государству, что, в свою очередь, означает, что в целом для макроэкономической стабилизации достаточно изолировать экономику от изменений в объеме государственных нефтяных доходов.

Альтернативные основы политики и структурные характеристики

Вывод, согласно которому антициклический курс налогово-бюджетной политики оптимален, обычно не меняется при альтернативных допущениях о различных режимах политики и структурных характеристиках. Тем не менее, необходимо рассмотреть некоторые нюансы (рис. 4.11).

Валютный режим с фиксированным курсом

При валютном режиме с фиксированным курсом антициклические меры бюджетных органов при шоках цен на нефть должны быть более решительными. Это объясняется, главным образом, тем, что им недостает поддержки органа

³⁵Это согласуется с выводами работы Kumhof and Laxton (2010), согласно которым правило структурного профицита может ослабить макроэкономическую нестабильность в небольшой стране-экспортере меди, такой как Чили.

денежно-кредитного регулирования, политика которого, в отличие от режима установления целевых показателей (таргетирования) инфляции, не дополняет эти меры, а носит проциклический характер при шоках цен на биржевые товары. Например, в случае непредвиденного повышения цен на нефть, курс денежно-кредитной политики смягчается для компенсации повышательного давления на номинальный валютный курс. Эта черта напоминает эмпирическую закономерность, в соответствии с которой параллельная динамика показателей внутренней экономики и цикла цен на биржевые товары прочнее при режимах с привязкой обменных курсов, как говорилось выше³⁶.

Исходные уровни задолженности

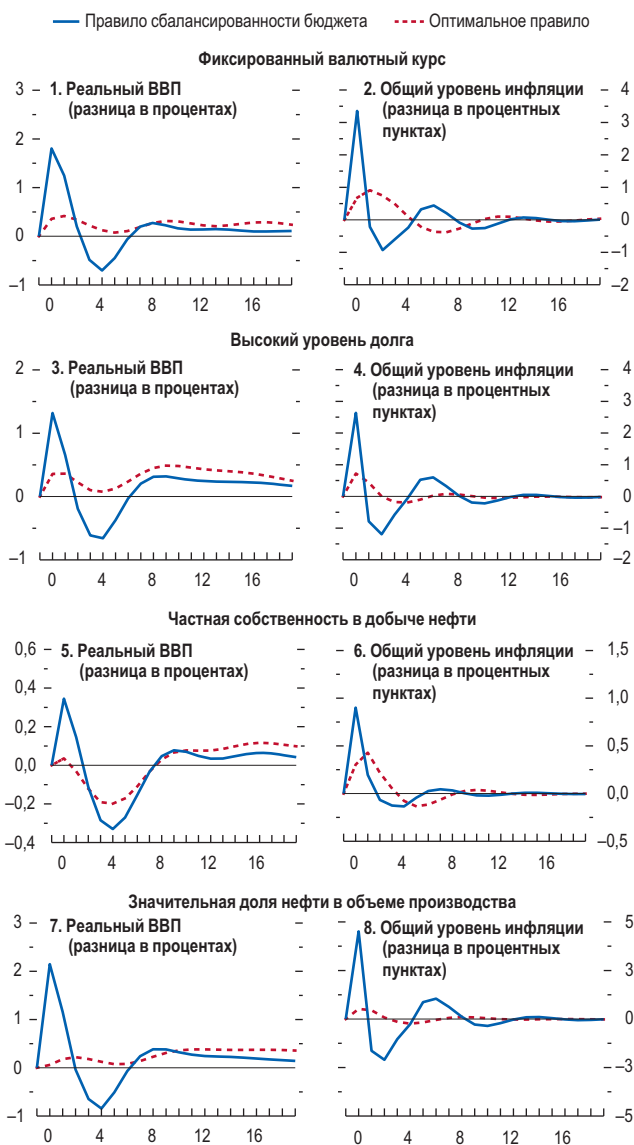
Масштаб контрциклических мер может также отражать исходные уровни чистого государственного долга, в зависимости от чувствительности реакции премии за суверенный риск на изменения в уровне чистого долга. В альтернативном моделировании при исходном чистом долге на уровне 100 процентов ВВП (по сравнению с базисным на уровне 30 процентов) изменения в уровне чистого долга, вызванные мерами антициклической политики, могут привести к значительному изменению премии за суверенный риск и, соответственно, внутренних процентных ставок. В случае неожиданного резкого снижения цен на нефть, например, решительные контрциклические меры приведут к значительному повышению премии за риск из-за роста чистого государственного долга, что вызовет резкое снижение спроса со стороны внутреннего частного сектора. Последний эффект может быть достаточно сильным, чтобы полностью компенсировать исходные экспансионистские ответные меры налогово-бюджетной политики³⁷. Так что при высоких уровнях чистого долга большим приоритетом пользуется сокращение долга и укрепление доверия к бюджетной политике до принятия контрциклических мер налогово-бюджетной политики.

³⁶См. также работы Broda (2004) или Rafiq (2011).

³⁷См. также работу Demirel (2010), в которой делается вывод о проциклическом (антициклическом) характере оптимальной налогово-бюджетной и денежно-кредитной политики при наличии (отсутствии) спреда по суверенным облигациям страны. В работе IMF (2009) констатируется, что в выборке стран Организации экономического сотрудничества и развития (ОЭСР) бюджетные правила были более эффективны, когда отношения государственного долга были ниже определенного порогового значения.

Рисунок 4.11. Оптимальный курс налогово-бюджетной политики при альтернативных основах политики и структурных характеристиках

На рисунке сопоставляется оптимальное бюджетное правило с правилом сбалансированности бюджета для временного увеличения глобальной ликвидности (аналогично рисунку 4.10). Антициклическая налогово-бюджетная политика остается оптимальной при альтернативных макроэкономических условиях или различных характеристиках стран-экспортеров биржевых товаров. Исключение составляет случай, когда премия за риск очень чувствительна к уровню суверенного долга, и тогда оптимальные ответные меры налогово-бюджетной политики ближе к правилу структурного профицита.



Источник: Глобальная интегрированная монетарно-фискальная модель МВФ.

Примечание. На оси x указывается число прошедших лет, где нулевым моментом времени является год, в котором происходит шок. На панелях 1 и 2 показан пример валютного режима с фиксированным курсом. На панелях 3 и 4 показан пример, в котором чистый государственный долг составляет 100 процентов ВВП. На панелях 5 и 6 показан пример, в котором доля частной собственности в общем объеме добычи нефти составляет 90 процентов. На панелях 7 и 8 показан пример, в котором отношение чистого экспорта нефти к ВВП равно 36 процентам.

Различная структура собственности в нефтяном секторе

В случае более значительной доли отечественной частной собственности в нефтяном секторе приобретает значение поведение домашних хозяйств³⁸. При допущении, согласно которому более значительная доля нефтяных роялти частного сектора достается домашним хозяйствам, которые могут выравнивать свое потребление, увеличивая свои сбережения (по сравнению со случаем государственной собственности, когда правительство приблизительно равномерно распределяет доходы среди домашних хозяйств, которые выравнивают свое потребление, и тех, которые этого не делают), изменчивость объема производства и темпов инфляции получится слабее, чем в базисном сценарии. Вместе с тем, оптимальными остаются контрциклические меры налогово-бюджетной политики, смягчающие изменчивость объема производства и инфляции в большей степени, чем другие бюджетные правила.

Более значительная доля нефти в производстве

Если на нефтяной сектор приходится более значительная доля объема производства³⁹, оптимально принятие контрциклических мер налогово-бюджетной политики только в отношении изменений в налоговых доходах, при сбережении изменений в объеме нефтяных роялти. Несмотря на воздействие нефтяных доходов на ненефтяной сектор, ненефтяной сектор в меньшей степени вызывает колебания общего спроса по сравнению с базисным сценарием. Кроме того, ввиду значительной большей доли нефтяного сектора в экономике, носящие более контрциклический характер меры налогово-бюджетной политики при повышении нефтяных роялти могут вызвать сокращение объема производства. Так что направляемой на сбережения разницы в государственных нефтяных роялти может оказаться достаточно для макроэкономической стабилизации.

Субсидии потребления нефти

Многие страны-производители нефти косвенно субсидируют потребление бензина и нефти в отечественном производстве. Такие субсидии сдерживают передачу воздействия изменений в цене нефти

³⁸В этом сценарии предполагается, что частному сектору принадлежит 90 процентов добычи нефти, по сравнению с базисным сценарием, в котором ему принадлежит только 10 процентов.

³⁹В этом сценарии доля чистого экспорта нефти в совокупном ВВП составляет 36 процентов, как в некоторых странах-членах Организации стран-экспортеров нефти (ОПЕК), по сравнению с базисными 18 процентами.

на общий уровень инфляции. При этом колебания объема производства аналогичны рассматриваемым в базовой модели в силу изменений в нефтяных роялти и их воздействия на экономику, не связанную с нефтью. Поэтому для выравнивания изменчивости объема производства все же предпочтительнее контрциклическое бюджетное правило по сравнению со структурным правилом. При полном анализе целесообразности этих субсидий следует учитывать долгосрочную жизнеспособность этих субсидий, что выходит за рамки настоящей главы.

Биржевые товары кроме нефти

Выводы модели вполне применимы к другим биржевым товарам. Несмотря на то, что конкретные значения параметров в расчетах выбраны для воспроизведения характеристик стран-экспортеров нефти, построение модели не делает ее пригодной только для нефти⁴⁰. Например, наши результаты в целом не отличаются от выводов работы Kumhof and Laxton (2010) для меди в Чили. Основное различие заключается в том, что шоки цен на нефть могут оказывать более сильное влияние на общий уровень инфляции по сравнению с медью и другими промышленными сырьевыми материалами, поскольку нефть играет более важную роль в потребительской корзине. В случае продовольствия, напротив, разница в общем уровне инфляции может быть еще более значительной. Тогда можно сказать, полагаясь на интуицию, что оптимальный масштаб контрциклических бюджетных мер возрастает при увеличении доли биржевого товара в потребительской корзине.

Эти выводы подчеркивают важность антициклической налогово-бюджетной политики в странах-экспортерах биржевых товаров для ослабления внутренней изменчивости, вызванной временными глобальными шоками цен на биржевые товары. Антициклический курс налогово-бюджетной

⁴⁰Когда речь идет о количественном определении оптимальных ответных мер налогово-бюджетной политики при циклических колебаниях цен на биржевые товары, структура стран-экспортеров биржевых товаров, конечно же, имеет значение, ввиду различий в эластичности спроса и предложения по ценам в зависимости от биржевых товаров, однородности цен на биржевые товары между регионами и уровня рента производства. Кроме того, страны с более высокой степенью диверсификации по спектру биржевых товаров реже испытывают внутренние колебания, вызванные глобальными шоками предложения по сравнению с шоками мирового спроса на широкой основе. Кроме того, структурные характеристики, такие как высокая концентрация биржевого товара в общем объеме производства и государственная собственность, в большей степени относятся к добыче металлов и нефти, чем к сельскохозяйственным биржевым товарам.

политики предпочтителен при валютных режимах как с фиксированным, так и с гибким обменным курсом, но должен выполнять больший объем работы при фиксированных курсах, когда денежно-кредитная политика становится проциклической. Кроме того, для эффективности контрциклической политики и доверия к ней, уровни чистого государственного долга должны быть низкими. Когда на производство биржевых товаров приходится значительная часть добавленной стоимости страны, масштаб контрциклических мер налогово-бюджетной политики приближается к масштабу в соответствии с правилом структурного профицита.

Какова реакция стран-экспортеров биржевых товаров на вышеуказанные уроки экономической политики? В целом они двигаются в правильном направлении, снижая уровни своей задолженности и укрепляя свои бюджетные сальдо, особенно за последнее десятилетие. При этом экономики разных стран существенно различаются в плане макроэкономической и институциональной готовности к проведению налогово-бюджетной политики, направленной на макроэкономическую стабилизацию. Некоторые страны в настоящее время практически соблюдают структурные или контрциклические бюджетные правила или законы о бюджетной ответственности (Ботсвана, Чили) и/или переходят к дальнейшему укреплению основ своей денежно-кредитной политики, введя таргетирование инфляции (Индонезия, Южная Африка и многие страны Латинской Америки). Некоторые страны добились значительного сокращения долга за последнее десятилетие (многие страны-члены ОПЕК) или находятся в процессе оформления официального статуса бюджетных институтов⁴¹. Странам, которые еще не приступили к реформам политики, сложившийся высокий уровень цен на биржевые товары представляет благоприятную возможность для создания дополнительных бюджетных буферных резервов и подготовки налогово-бюджетных и денежно-кредитных институтов к любым непредвиденным циклическим спадам цен на биржевые товары.

Глобальные вторичные эффекты внутренней экономической политики стран-экспортеров биржевых товаров

Возможны ли альтернативные выборы между оптимальной реакцией на временные шоки цен

⁴¹См. работы Céspedes and Velasco (2011), IMF (2009), De Gregorio and Labbé (2011), Ossowski and others (2008) и Rogers (2010).

на биржевые товары с позиций экономик отдельных стран и оптимальной реакцией с точки зрения мировой экономической стабильности? Анализ оптимальной политики в настоящей главе исходил из предположения о небольших размерах стран-экспортеров биржевых товаров и о том, что их политика не влияет на экономическую активность в остальном мире, включая рынки биржевых товаров. Это допущение разумно в случае большинства стран-экспортеров биржевых товаров и самих этих товаров, но может оказаться нереалистичным в случае некоторых крупных экспортеров. Например, на некоторые страны-экспортеры нефти приходится значительная доля мирового спроса, богатства и резервных мощностей по добыче нефти. В случае крупных экспортеров биржевых товаров, политика этих стран может повлиять в виде вторичных эффектов на экономику других стран. Точно так же, в целом аналогичные ответные меры экономической политики, принимаемые группой относительно крупных экспортеров биржевых товаров, также могут вызвать значительные вторичные эффекты. Это, в свою очередь, ставит вопрос о том, могут ли такие вторичные эффекты изменить рекомендации по оптимальной ответной политике при изменениях цен на биржевые товары.

Комплексный анализ оптимальной политики для крупных экспортеров биржевых товаров выходит за рамки настоящей главы, поскольку должен был бы рассмотреть не только вид шока, но и политику других ведущих стран, включая импортеров биржевых товаров. Вместо этого в настоящем разделе рассматриваются возможные конфликты между мерами политики, оптимальными для стран – крупных экспортеров нефти с точки зрения внутренней экономики, и политикой, оптимальной в глобальном плане в случае временного шока предложения нефти. Это рассматривается на фоне текущей обеспокоенности по поводу возросших геополитических рисков для предложения нефти как источника рисков ухудшения перспектив мировой экономики. По этой причине ответные меры политики стран – крупных экспортеров нефти являются важным фактором, который необходимо учитывать в глобальных мерах по противодействию таким шокам (см. главу 1).

Временный шок предложения нефти имел бы неодинаковые последствия для стран-экспортеров нефти, для которых нефть является основной статьей экспорта, и стран-импортеров нефти, а также других стран-экспортеров нефти. Для экспортеров, основной статьей экспорта которых является нефть, улучшение условий торговли вследствие повышения цен

на нефть в ответ на шок предложения будет важнее любого негативного эффекта снижения внешнего спроса. Оптимальной внутренней налогово-бюджетной политикой в случае получения непредвиденных доходов в небольшой стране-экспортере нефти с открытой экономикой (не испытывающей шока предложения) будет антициклическая политика. Такие ответные меры крупных экспортеров, однако, не способствовали бы нейтрализации негативного прямого воздействия на совокупный спрос стран-импортеров нефти. В результате рост объема мирового производства может замедлиться или снизиться в большей степени, чем это произошло бы без таких мер в странах-экспортерах нефти⁴². Вместе с тем в нормальные периоды рост сбережений стран – крупных экспортеров нефти может снизить мировые реальные процентные ставки и увеличить компоненты совокупного спроса, восприимчивые к процентным ставкам, в странах-импортерах.

Приводят ли такие вторичные эффекты политики стран – крупных экспортеров нефти к изменениям в рекомендациях в области экономической политики? Не обязательно. Во многих случаях контрциклические меры налогово-бюджетной политики стран-экспортеров нефти, вероятно, будут оптимальными. Импортёры могут отреагировать на шок предложения своими собственными контрциклическими мерами. Тем не менее, бывают обстоятельства, при которых более уместными становятся другие варианты политики, например, когда пространство для маневра в проведении политики стран-импортеров ограничено или спад мировой экономики настолько глубок или затянулся, что последовавшее снижение мирового спроса может в конечном итоге сбить цены на все биржевые товары, включая нефть. В таких условиях контрциклические меры могут быть вообще неоптимальными для крупных экспортеров.

Каковы варианты политики в таких условиях? Оптимальным вариантом (в мировом масштабе) было бы увеличение добычи нефти странами-экспортерами, на которые не повлиял исходный шок предложения, если они располагают свободными мощностями. Это компенсирует шок и стабилизирует мировые рынки нефти. Если добычу нефти увеличить невозможно, менее контрциклические

⁴²Этот альтернативный выбор между экономической стабильностью страны и мира возникает только тогда, когда эффекты шоков рынков биржевых товаров асимметричны в разных странах. Следовательно, такой выбор не стоит, когда цены на биржевые товары меняются под влиянием глобальной активности, которая в одинаковой степени влияет на экспортеров биржевых товаров и остальной мир.

меры политики в странах – крупных экспортерах нефти в сочетании с соответствующей экономической политикой ведущих импортеров (когда это возможно) также могут способствовать сдерживанию негативного влияния повышения цен на нефть на мировой объем производства. Насколько значительным был бы такой эффект? Если ведущие страны-экспортеры нефти решили бы полностью потратить на импорт свои непредвиденные поступления от 50-процентного повышения цены нефти, то масштаб роста реального спроса в остальном мире мог бы составить до $\frac{3}{4}$ процентного пункта, что было бы немалой суммой⁴³.

Ответные меры налогово-бюджетной политики при перманентном повышении цены на нефть

Помимо циклических колебаний, в ценах на биржевые товары наблюдаются и долгосрочные тренды. Несмотря на трудности прогнозирования этих тенденций, они все же указывают на возможность того, что шоки цен могут иметь постоянный компонент. Основным различием по сравнению с временным ростом цен является тот факт, что перманентное повышение цен на нефть окажет перманентное воздействие на потенциальные роялти и, возможно, даже на потенциальный объем производства. Это, естественно, ставит вопрос о надлежащем наиболее эффективном использовании перманентного увеличения нефтяных роялти, с тем чтобы максимизировать потенциальный объем производства и общее благосостояние.

Перманентное повышение цен на нефть ставит многочисленные вопросы в сфере экономической политики, в том числе связанные со справедливостью распределения между поколениями, и исчерпывающий анализ этих вопросов выходит за рамки этой главы⁴⁴. Тем не менее, используя ГИМФ, мы

⁴³Эти расчеты представляют верхнюю границу положительного влияния повышения расходов стран – крупных экспортеров нефти, на которые приходится более трети мировой добычи нефти (таких как большинство вместе взятых производителей ОПЕК). Предполагается, что доходы бюджета этих стран-экспортеров нефти возрастают пропорционально повышению цен на нефть, и все непредвиденные бюджетные доходы направляются обратно в остальной мир через повышение спроса на импорт. См. в работе Beidas-Strom (2011) соответствующий анализ глобальных вторичных эффектов бюджетных расходов Саудовской Аравии.

⁴⁴К таким вопросам относятся исчерпаемость ресурсов, эффекты «голландского синдрома», цели наследства и институциональные потребности, а также потребности развития стран-экспортеров. См. во вставке 4.2 освещение некоторых из этих вопросов.

Таблица 4.6. Сопоставление инструментов налогово-бюджетной политики при перманентном увеличении нефтяных роялти

	Реальный ВВП (в процентах)	Реальное потребление (в процентах)	Счет текущих операций (в процентах ВВП)	Отношение долга к ВВП (в процентах ВВП)	ЧПС полезности (в процентах)
Снижение налогов на труд	1,7	9,7	0,8	0,0	24,6
Снижение налогов на капитал	12,2	11,9	-0,6	0,0	25,1
Увеличение общих трансфертов	-0,6	6,5	0,2	0,0	21,8
Увеличение государственных инвестиций	53,7	31,6	0,3	0,0	19,0
Сокращение чистого долга при низком начальном уровне долга	4,1	12,6	5,5	-109,0	12,8
Сокращение чистого долга при высоком начальном уровне долга	15,4	21,5	7,6	-109,0	20,1

Источник: Глобальная интегрированная монетарно-фискальная модель МВФ.

Примечание. В первых четырех столбцах показана разность между новым долгосрочным уровнем и прежним долгосрочным уровнем каждой переменной. В последнем столбце показана чистая приведенная стоимость (ЧПС) полезности для домашних хозяйств, рассчитанная на протяжении перехода к новому устойчивому состоянию.

можем рассмотреть, какой бюджетный инструмент наиболее действенно максимизирует объем производства и благосостояние. Изучив относительно широкий набор налогово-бюджетных инструментов, мы дополним работу по этой теме, проделанную ранее и посвященную в основном желательности направления сбережений во внешние активы (Davis and others, 2001; Barnett and Ossowski, 2003; Bems and de Carvalho Filho, 2011) или внутренние государственные инвестиции (Takizawa, Gardner, and Ueda, 2004; Berg and others, готовится к печати). Следует подчеркнуть, что указанный анализ проводился для страны-экспортера нефти, но, как уже отмечалось, выводы справедливы и в случае других биржевых товаров.

Варианты мер налогово-бюджетной политики при перманентном повышении нефтяных роялти включают увеличение государственных инвестиций (таких как государственная инфраструктура), увеличение трансфертов для домашних хозяйств, снижение вызывающих искажения налоговых ставок (таких как налоги на труд и доход от капитала), снижение уровней долга или увеличение объема суверенных активов, инвестированных за границей. Основными характеристиками этой модели являются предположение, согласно которому увеличение инвестиций и снижение налогов повышают спрос на труд, и положение о том, что увеличение трансфертов сокращает предложение рабочей силы, что соответствует эмпирическим данным⁴⁵. Для оценки этих вариантов мы анализируем их

⁴⁵См. работы Eissa and Hoynes (2004) и Keane (2010).

Согласно другому неявному предположению, исходное равновесие находилось не на оптимальном уровне капитала и объема производства в силу преобладавших искажений

воздействие на новый долгосрочный равновесный уровень в модели, по сравнению с долгосрочным равновесным уровнем, имевшим место до шока. Поскольку темпы перехода к новому равновесному уровню различаются в зависимости от вариантов налогово-бюджетной политики, в результаты также включена чистая приведенная стоимость каждого варианта в плане полезности для домашнего хозяйства (таблица 4.6). При этом важно учитывать, что результаты зависят от выбора параметров базовой модели. Параметры, использованные в этой модели, согласованы с использованными в литературе, но результаты могут варьироваться в зависимости от специфических условий экономики конкретных стран.

Увеличение государственных инвестиций оказывает наиболее сильное влияние на объем производства (см. также работу Takizawa, Gardner, and Ueda, 2004). При этом важно подчеркнуть, что при моделировании не учитывается низкое качество управления и узкие места производства, которые могут в значительной степени препятствовать эффективной конверсии ресурсов в государственный капитал (см. вставку 4.2). Кроме того, государственные инвестиции начинают приносить пользу не сразу, поскольку для накопления государственного капитала требуется время. В результате чистая приведенная стоимость ожидаемого потока полезности ниже, чем в некоторых других вариантах, хотя этот результат зависит от степени, в которой директивные органы дисконтируют будущее. Чем больше терпения у директивных органов и граждан страны, тем полезнее становится вариант государственных

в экономике — разумное допущение для большинства развивающихся стран.

инвестиций⁴⁶. Увеличение общих трансфертов домашним хозяйствам — несмотря на рост доходов домашних хозяйств и, соответственно, частного потребления — отрицательно влияет на предложение рабочей силы и, таким образом, в долгосрочной перспективе сокращает общее число отработанных часов и объем производства.

При этом приходится делать компромиссный выбор между максимизацией объема производства и максимизацией благосостояния, при зависимости конечного выбора инструмента от конкретных предпочтений стран. Например, увеличение общих трансфертов домашним хозяйствам повышает чистую приведенную стоимость полезности (за счет увеличения потребления и досуга) в большей степени, чем увеличение государственных инвестиций, несмотря на то, что в первом случае влияние на объем производства слабее. Выгоды для общественного благосостояния от использования доходов от природных ресурсов для погашения долга значительны только при высоком исходном уровне долга страны и значительном снижении премии за суверенный риск благодаря сокращению долга. В этом случае главной выгодой является снижение суверенного риска, которое означает, что правительство может получать займы по более низким процентным ставкам для финансирования инвестиций и обслуживания своего долга (см., например, работу Venables, 2010). Снижение стоимости заимствования стимулирует спрос, тогда как снижение стоимости обслуживания долга расширяет возможности бюджета. Напротив, погашение небольшой суммы долга и последующее накопление активов (например, при помощи суверенного фонда накопления богатства) приносит относительно небольшие доходы, а именно, инвестиционные доходы от безопасных международных активов. Возможно, что это хороший вариант реакции на пруденциальные требования и требования справедливого распределения между поколениями, но в контексте этой модели, где отсутствует неопределенность, накапливание позиций по чистым иностранным активам, приносящим низкие доходы, приносит меньше выгод, как в плане объема производства, так и благосостояния.

Воздействие разных инструментов налогово-бюджетной политики почти не меняется при повышении или спаде цен. Это довод в пользу сокращения общих трансфертов в целях минимизации воздействия объема производства при

долговременном снижении цены на нефть, поскольку модель исходит из допущения о том, что увеличение трансфертов уменьшает предложение рабочей силы. Однако, если придавать значение оптимизации чистой приведенной стоимости полезности путем удовлетворения социальных потребностей, сокращение трансфертов не будет оптимальным. Другой вариант, если в исходной точке чистая позиция экономики страны по долгу относительно невелика, заключается в сокращении авуаров активов, при относительно незначительных негативных последствиях для объема производства и благосостояния домашних хозяйств. С другой стороны, сокращение государственных инвестиций в инфраструктуру было бы наименее желательной ответной мерой налогово-бюджетной политики, если цель заключается в минимизации сокращения объема производства, вытекающего из долговременного снижения цен на биржевые товары.

Заключение и основные уроки экономической политики

В настоящей главе представлены данные об уязвимости стран-экспортеров биржевых товаров при колебаниях цен на биржевые товары. В прошлом изменения макроэкономических показателей стран-экспортеров происходили параллельно с циклами цен на биржевые товары — улучшаясь во время их повышения и ухудшаясь во время спада. Параллельная динамика внутренних экономических условий и циклов цен на биржевые товары усиливается при более длительных или глубоких, чем обычно, базовых циклах. Определив базовые факторы изменений в ценах на биржевые товары, мы находим, что шоки рынков биржевых товаров под влиянием мирового спроса оказывают положительное и сильное влияние на активность и внешнеэкономические сальдо стран-экспортеров. В случае стран-экспортеров нефти, внутренние экономические показатели обычно различаются в зависимости от циклов цен на нефть, сложившихся под влиянием мирового спроса.

Каковы же выводы для экономической политики стран-экспортеров биржевых товаров? Если бы все колебания цен на биржевые товары носили временный характер, оптимальными ответными мерами налогово-бюджетной политики для небольшой страны-экспортера биржевых товаров были бы контрциклические — сбережение непредвиденных доходов бюджета и роялти во время бумов цен и их расходование во время спада для ослабления макроэкономической нестабильности,

⁴⁶Исходя из предположения о коэффициенте дисконтирования на уровне 5 процентов.

вызванной циклами цен на биржевые товары. Эти меры желательны при валютных режимах и с фиксированным, и с гибким обменным курсом, но более эффективны при гибком курсовом режиме в сочетании с таргетированием инфляции, когда денежно-кредитная политика дополняет налогово-бюджетную политику, ослабляя изменчивость инфляции. Однако при высоких уровнях государственного долга приоритетом должны быть сокращение долга и снижение премии за суверенный риск для укрепления доверия перед проведением антициклической налогово-бюджетной политики. В случае крупных экспортеров биржевых товаров, политика которых создает вторичные эффекты для других стран, оптимальные ответные меры политики могут зависеть от характера шока и состояния мировой экономики. Таким образом, при слабом мировом спросе и ограниченных возможностях для проведения политики в остальном мире бывают обоснованными ответные меры налогово-бюджетной политики менее контрциклического характера.

При перманентном повышении цен на биржевые товары, основная задача заключается в оптимальном использовании перманентно более высоких роялти для максимизации благосостояния. Изменения в расходах на государственные инвестиции оказывают наиболее сильное влияние на объем производства, повышая производительность частного сектора (например, при помощи совершенствования образования, здравоохранения и инфраструктуры) и, впоследствии, увеличивая доходы от частного капитала, трудовые и корпоративные доходы, а также потребление. С другой стороны, при перманентном спаде цен, сокращение общих трансфертов лучше всего способно ограничить снижение объема производства, хотя необходимо принимать во внимание последствия такого сокращения для общественного благосостояния.

Что должны извлечь из вышесказанного экспортеры биржевых товаров? В ближайшее время им придется иметь дело с неокрепшей мировой экономикой. Если риски ухудшения мировых перспектив станут реальностью, возможно дальнейшее снижение цен на биржевые товары. В долгосрочной перспективе цены на биржевые товары еще менее предсказуемы. Они могут остаться на текущем уровне в реальном выражении, если высокие темпы экономического роста, связанного с потреблением биржевых товаров, сохранятся в странах с формирующимся рынком и развивающихся странах. С другой стороны, цены могут снизиться под влиянием повышения эффективности пользователей

и устранения прежних ограничений предложения. В свете необычно высокой неопределенности и трудностей прогнозирования перспектив рынков биржевых товаров в режиме реального времени, оптимальным вариантом является осторожный подход. Он включает совершенствование основ и институтов экономической политики, а также создание буферных резервов для преодоления циклической изменчивости при постепенном внедрении новой информации для смягчения адаптации к потенциально перманентно более высоким ценам.

Приложение 4.1. Описание данных

Реальные цены на биржевые товары

Месячные данные о ценах на биржевые товары получены в основном из Системы цен на сырьевые биржевые товары МВФ. Все цены — средние за период и репрезентативны для мировой рыночной цены, поскольку определяются крупнейшим экспортером данного биржевого товара. Важнейшее исключение составляет месячная цена на нефть, которую предоставляет Управление энергетической информации США (EIA) о цене импортной нефти для нефтеперерабатывающих заводов за период с января 1974 по август 2011 года. Цена экстраполируется на 1973 год при помощи расчетного ряда Barsky and Kilian (2002). Все цены выражены в долларах США и, в соответствии с другими работами (такими как Cashin, McDermott, and Scott, 2002), с использованием в качестве дефлятора индекса потребительских цен США (ИПЦ) для получения реальной цены на биржевой товар (ИПЦ получен из базы экономических данных Федеральной резервной системы в Резервном банке Сент-Луиса, ряд CPIAUCSL). Затем эти реальные цены нормируются таким образом, что средняя реальная цена в 2005 году равна 100. Годовые данные по реальным ценам на биржевые товары рассчитываются при помощи средних данных с месячной периодичностью за соответствующий год.

Экспорт и импорт в разбивке по биржевым товарам

Годовые данные по импорту и экспорту, использованные в настоящей главе, получены из базы данных UN-NBER по двусторонним потокам (по странам и биржевым товарам) товарной торговли, которая охватывает период с 1962 по 2000 годы (Feenstra and others, 2005). Эти данные дополнены данными Организации Объединенных Наций COMTRADE за 2001–2010 годы в соответствии с методологией,

изложенной в работе Feenstra and others (2005), и с применением Стандартной торговой классификации (МСТК), второй вариант для определения торговли каждым биржевым товаром. Затем эти данные агрегированы для расчета совокупного экспорта и импорта на уровне страны и экспорта и импорта на уровне страны по биржевым товарам.

Индексы цен на биржевые товары

Четыре индекса цен на группы биржевых товаров (энергоносители, металлы, продукты питания и напитки, сырье) — средневзвешенные реальные цены биржевых товаров в составе группы. Весовой коэффициент каждого товара — трехлетнее скользящее среднее совокупного мирового экспорта биржевого товара, деленное на совокупный мировой экспорт всех товаров, входящих в группу, с одним лагом.

Макроэкономические переменные на уровне отдельных стран

Основным источником этих данных послужила база данных «Перспектив развития мировой экономики» (ПРМЭ): реальный объем производства (ряд NGDP_R), номинальный объем производства в долларах США (ряд NGDPD), счет текущих операций в текущих долларах США (ряд ВСА), общее сальдо бюджета (GGXOFB) и скорректированное на циклические колебания сальдо бюджета в процентах потенциального ВВП (ряд GGCB). Изменение в отношении государственного долга к ВВП получено из базы данных по государственному долгу за прошлые периоды (Abbas and others, 2010). Реальный эффективный валютный курс — ряд EREER — из базы данных Системы информационного уведомления МВФ (МВФ-СИУ), с 1980 года до настоящего времени. Нами был построен сопоставимый ряд за годы до 1980, скомбинировав весовые коэффициенты СИУ с прошлыми номинальными двусторонними обменными курсами. Мы берем темпы роста этого построенного ряда и соединяем исходный ряд СИУ с использованием этих темпов роста за максимально длительный период в прошлом, насколько это возможно. Исходными данными для роста реального частного кредита были уровень банковского кредита частному сектору в текущих единицах национальной валюты, взятых из строки 22 базы данных Международной финансовой статистики (МФС) МВФ. Этот ряд частных кредитов повторно нивелируется при

каждом наблюдении сдвига уровня или разрыва в ряду. Эти данные дефлятируются с использованием ИПЦ страны для построения уровня реального частного кредита. Показатель валютного режима получен из работы Ilzetki, Reinhart, and Rogoff (2008). Мы сводим укрупненную классификацию авторов в бинарный показатель, относя их категории 1 и 2 к «фиксированным», а 3 и 4 к «гибким». Для распространения этого показателя на настоящее время мы берем значение показателя по странам за 2008 год и предполагаем, что он останется неизменным на протяжении 2009–2011 годов. Показатель степени открытости счета операций с капиталом (высокая и низкая) рассчитывается при помощи показателя открытости счета операций с капиталом КАOPEN из работы Chinn and Ito (2006, 2008). Для распространения этого показателя на настоящее время мы берем последнее значение показателя по странам и переносим его на настоящее. Затем мы берем большую медиану этого показателя и относим наблюдение к высокой степени, если оно превышает эту большую медиану, и к низкой — когда оно меньше медианы. Показатель банковского кризиса взят из работы Laeven and Valencia (2008, 2010). Его значение равно 1, если страна считается испытывающей системный банковский кризис, а в других случаях равно нулю.

Производство и запасы биржевых товаров

К четырем основным биржевым товарам, рассматриваемым в настоящей главе, относятся нефть, медь, кофе и хлопок. Данные о производстве этих биржевых товаров получены из разных источников.

Месячные данные о добыче нефти получены из выпускаемой EIA «Международной энергетической статистики» по мировой добыче нефти (в тысячах баррелей в день) с января 1974 по август 2011 года. Эти данные экстраполируются на прошлое до 1973 года включительно с условно исчисленным рядом Barsky and Kilian's (2002). Представительной переменной уровня месячных мировых запасов нефти служат общие запасы ОЭСР, взятые из «Международной энергетической статистики» EIA США для общих запасов нефти в ОЭСР, измеряемых на конец периода в миллионах баррелей. В случае данных до 1988 года, мы следуем подходу работы Kilian and Murphy (2010), и доводим общие запасы ОЭСР до 1970 года при помощи данных о ежемесячном росте запасов США (также взятых из EIA).

Месячные данные о производстве меди получены из двух источников. Начиная с января 1995 года, данные о мировой добыче меди поступают от

Всемирного бюро статистики металлов — WBMS (ранее они поступали от Геологической службы США). Для получения месячных показателей мировой добычи меди до 1995 года необходимы два этапа. Во-первых, мы рассчитываем темпы роста месячного производства меди в США — уходя в прошлое до 1955 года — на основе данных Бюро по изучению товарных рынков (CRB). Этот ряд темпов роста затем используется для продления производственного ряда WBMS США в прошлое. Во-вторых, мы добавляем этот полученный продленный ряд к ряду производства CRB «За пределами США», начиная с 1955 года (ранее поступавший от Американского бюро статистики металлов). Затем мы рассчитываем ряд темпов роста получающегося мирового производства и используем его для продления ряда мирового производства меди WBMS в прошлое с 1995 по 1955 год. Месячные мировые запасы меди состоят из суммы запасов меди, зарегистрированных Лондонской биржей металлов, COMEX (входящей в Нью-Йоркскую товарную биржу) и Шанхайским рынком металлов. Данные выражены в тысячах тонн и были нам любезно предоставлены Чилийской комиссией по меди.

Годовые данные о производстве кофе и хлопка получены от Службы сельского хозяйства зарубежных стран Министерства сельского хозяйства США (USDA). Мы сопоставили сельскохозяйственный год с календарным годом, на который приходилась большая часть производства. Запасы этих биржевых товаров указаны в суммах на конец года и также основаны на данных USDA.

Глобальная активность

Глобальная активность измеряется с месячной периодичностью как изменение в натуральном логарифме индекса мирового промышленного производства. Этот индекс мирового промышленного производства поступает от Нидерландского Бюро по анализу экономической политики (CPB) с 1991 года до настоящего времени. До 1991 года темпы роста индекса промышленного производства в странах с развитой экономикой из МФС использовались для отнесения данных CPB к прошлому. Глобальная активность измеряется с годовой периодичностью как изменение в натуральном

логарифме мирового ВВП в реальном выражении, который берется из базы данных ПРМЭ. При проверке устойчивости векторной авторегрессии с месячной периодичностью, мы использовали индекс глобальной активности из работы Kilian (2009). Это индекс реальной стоимости экспедирования грузов с исключенным трендом во всем мире.

Ошибка прогнозов цен на нефть

Прогнозы цен на нефть, использованные в приложении 4.3 — прогнозы на 12 месяцев цены нефти West Texas Intermediate (WTI) в долларах США, взятые из мартовского/апрельского обзора Consensus Economics. Ошибка прогноза рассчитывается как разность между логарифмом этого прогноза и фактической логарифмической средней спотовой ценой нефти WTI в марте/апреле следующего года.

Ошибка прогноза мирового ВВП

Прогноз роста мирового ВВП, использованный в приложении 4.3 — средневзвешенный прогноз роста ВВП стран Группы семи, а также Бразилии, Индии, Китая и России. Прогнозы роста составляют Consensus Economics на 12 месяцев вперед с марта/апреля. Весовые коэффициенты — веса ВВП по паритету покупательной способности за 2011 год из базы данных ПРМЭ. Ошибка прогноза рассчитывается как разность между этим прогнозом и аналогичным образом взвешенными средними темпами роста этих стран.

Выборка

Выборка состоит из стран с формирующимся рынком и развивающихся стран-экспортеров биржевых товаров с населением не менее 1 миллиона человек, и в каждой из них отношение чистого экспорта биржевых товаров (для соответствующей группы биржевых товаров или биржевого товара) к общему товарному экспорту в среднем составляло не менее 10 процентов за все годы, по которым имеются данные (таблица 4.7).

Таблица 4.7. Доля биржевых товаров в экспорте

(Чистый экспорт биржевых товаров к общему товарному экспорту × 100)

	Код Международной финансовой статистики	Код Всемирного банка	Все биржевые товары	Группы биржевых товаров			Основные биржевые товары				
				Энергоносители	Металлы	Продовольствие	Сырье	Нефть	Медь	Кофе	Хлопок
Исламская Республика Афганистан	512	AFG					23,5				
Алжир	612	DZA	60,5	68,4				53,7			
Ангола	614	AGO	80,9	65,6		15,5		68,0		13,4	
Аргентина	213	ARG	37,3			35,3					
Азербайджан	912	AZE	27,8	38,1			13,5	45,2			13,0
Бенин	638	BEN	27,7				32,5				31,3
Боливия	218	BOL	61,4	22,0	26,1						
Бразилия	223	BRA	29,0			29,4				14,4	
Буркина-Фасо	748	BFA	33,6				47,1				43,0
Бурунди	618	BDI	70,7			64,4				63,2	
Камбоджа	522	KHM					25,2				
Камерун	622	CMR	78,8	22,8		33,5	19,4	33,0		13,7	
Центральноафриканская Республика	626	CAF	43,8			15,8	28,5			15,9	12,9
Чад	628	TCD	83,0	13,9			70,0	68,2			68,5
Чили	228	CHL	51,2		48,5				48,9		
Колумбия	233	COL	56,1	16,7		42,3		12,0		36,2	
Демократическая Республика Конго	636	COD	58,9	11,7	34,7			14,3	32,8		
Республика Конго	634	COG	75,9	54,5			17,2	56,2			
Коста-Рика	238	CRI	48,4			51,9				20,2	
Кот-д'Ивуар	662	CIV	61,9			49,6	19,6			17,5	
Доминиканская Республика	243	DOM	19,8			17,9					
Эквадор	248	ECU	74,3	28,8		49,7		29,6			
Египет	469	EGY	29,4	31,1			12,7	30,2			15,6
Сальвадор	253	SLV	39,4			39,9				39,1	
Эфиопия	644	ETH	38,7			40,5				53,9	
Грузия	915	GEO			12,7						
Гана	652	GHA	62,8			46,9					
Гватемала	258	GTM	44,6			41,2				29,2	
Гаити	263	HTI	12,9			14,7				17,8	
Гондурас	268	HND	56,8			50,3				15,4	
Индия	534	IND				10,6					
Индонезия	536	IDN	49,1	32,1			10,6	24,3			
Исламская Республика Иран	429	IRN	77,8	85,4				85,0			
Ирак	433	IRQ	61,1	89,8				93,5			
Казахстан	916	KAZ	69,0	44,1	19,0			42,8			
Кения	664	KEN	30,2			39,8				23,6	
Кувейт	443	KWT	67,0	69,5				67,7			
Кыргызская Республика	917	KGZ					12,0				
Лаосская Народно-Демократическая Республика	544	LAO					32,6			13,8	
Латвия	941	LVA	15,4				13,2				
Либерия	668	LBR	19,4				14,5				
Ливия	672	LYB	88,1	90,2				88,9			
Мадагаскар	674	MDG	26,7			29,1				20,4	
Малави	676	MWI	23,2			25,0					
Малайзия	548	MYS	36,0				25,5				
Мали	678	MLI	43,4				57,5				55,0
Мавритания	682	MRT	49,8		26,0	22,5					

Таблица 4.7. Доля биржевых товаров в экспорте (окончание)

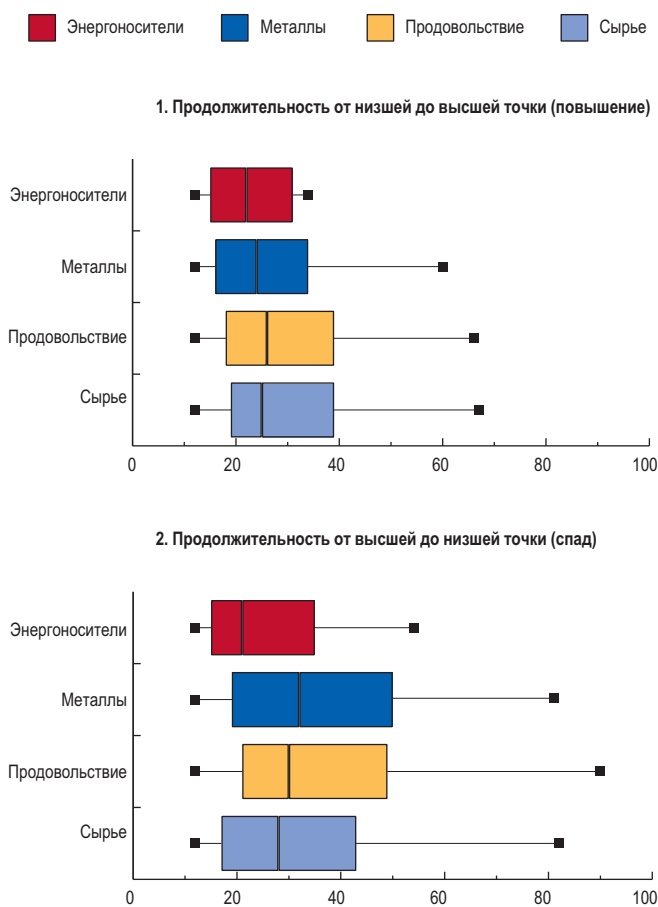
	Код Международной финансовой статистики	Код Всемирного банка	Все биржевые товары	Группы биржевых товаров			Основные биржевые товары					
				Энергоносители	Металлы	Продовольствие	Сырье	Нефть	Медь	Кофе	Хлопок	
Маврикий	684	MUS	37,5			42,2						
Мексика	273	MEX	23,5	15,0				16,1				
Молдова	921	MDA			13,8							
Монголия	948	MNG	34,0		16,3		12,7		15,8			
Мозамбик	688	MOZ	40,3		15,9		10,2					
Мьянма	518	MMR	59,6			13,6	26,2	28,8				
Никарагуа	278	NIC	56,0			41,1	17,9			21,1	16,6	
Нигер	692	NER	19,0			10,7						
Нигерия	694	NGA	87,8	80,5				79,1				
Оман	449	OMN	85,1	89,3				86,4				
Панама	283	PAN	12,2			27,7						
Папуа – Новая Гвинея	853	PNG	72,7		22,7	24,3	11,5	19,9	25,6	11,3		
Парагвай	288	PRY	58,5			40,1	22,8					13,3
Перу	293	PER	54,3		31,2	16,0			18,6			
Филиппины	566	PHL	12,2			10,2						
Россия	922	RUS	55,5	34,8	12,1			28,7				
Руанда	714	RWA	63,6			57,0				51,5		
Саудовская Аравия	456	SAU	82,6	86,3				84,0				
Сьерра-Леоне	724	SLE	11,4			12,5						
ЮАР	199	ZAF	24,1		12,5							
Шри-Ланка	524	LKA	26,3			24,4						
Судан	732	SDN	47,9	14,3				33,8	39,0			32,3
Сирийская Арабская Республика	463	SYR	49,7	50,5				10,1	51,0			
Таджикистан	923	TJK	65,3		43,1		30,3					29,9
Танзания	738	TZA	34,9			24,1	13,5			20,1		11,7
Таиланд	578	THA	16,0			20,6						
Того	742	TGO	27,1			18,9	10,3			11,1		
Тунис	744	TUN	12,6	12,2				14,5				
Туркменистан	925	TKM	68,8	48,2				23,9				23,3
Уганда	746	UGA	77,5			69,1	10,3			65,8		
Украина	926	UKR	15,4		34,9							
Объединенные Арабские Эмираты	466	ARE	65,5	67,7				69,9				
Уругвай	298	URY	35,6			26,3						
Узбекистан	927	UZB	53,6	11,1			41,8					41,7
Венесуэла	299	VEN	59,5	58,1				57,3				
Вьетнам	582	VNM						16,1				
Республика Йемен	474	YEM	67,0	80,4				79,4				
Замбия	754	ZMB	72,3		71,7				72,9			
Зимбабве	698	ZWE	33,3		19,0							
Максимальная			88,1	90,2	71,7	69,1	70,0	93,5	72,9	65,8	68,5	
Средняя			47,9	47,8	27,1	31,8	23,5	50,1	35,8	26,8	29,2	
Медианная			49,4	46,2	22,7	28,4	19,5	51,0	29,2	20,2	26,6	
Стандартное отклонение			21,8	28,0	15,9	15,5	14,4	26,6	21,7	17,2	17,6	
Число стран			78	30	17	40	32	29	6	22	14	

Источник: расчеты персонала МВФ.

Примечание. Данные не указываются, если доля не достигает 10, поскольку этот критерий применялся для определения выборки. В таблице показаны средние значения каждой доли за период 1962–2010 годов с использованием всех имеющихся данных. В случае групп биржевых товаров рассчитывается средняя доля для каждого компонента и полученные средние суммируются. Во «Все биржевые товары» входят золото и серебро. См. подробности об исходных данных в приложении 4.1.

Рисунок 4.12. Продолжительность периодов повышения и спада цен на биржевые товары (В месяцах)

Спады продолжают несколько дольше периодов повышения для большинства групп биржевых товаров за исключением энергоносителей.



Источник: расчеты персонала МВФ.

Примечание. Вертикальная линия в каждом прямоугольнике — средняя продолжительность в рамках группы; левый и правый край каждого прямоугольника показывают верхний и нижний квартили. Расстояние от черных квадратов (смежные значения) по обе стороны прямоугольника обозначает диапазон распределения в этой группе биржевых товаров, исключая резко отклоняющиеся значения. См. в приложении 4.2 описание алгоритма, использованного для определения высших и низших точек.

Приложение 4.2. Статистические характеристики циклов цен на биржевые товары

Мы используем методологию из работы Harding and Pagan (2002), применявшуюся для датирования циклов деловой активности для выявления поворотных точек (пиков и спадов) в хронологической траектории реальных цен на биржевые товары⁴⁷. В полный цикл реальных цен на биржевые товары входит один этап подъема (период от низшей до высшей точки) и один этап спада (период от высшей до низшей точки). Исходя из работы Cashin, McDermott, and Scott (2002), выявляется потенциальная поворотная точка как локальный максимум или минимум, если цена в этом месяце выше или ниже цен за два предшествующих и два последующих месяца. Для набора получившихся потенциальных точек затем чередуются пики и спады. Кроме того, каждый этап, определяемый поворотными точками (повышение или спад), должен продолжаться не менее 12 месяцев и, таким образом, полный цикл должен продолжаться не менее 24 месяцев.

Эта процедура дает нам более 300 полных циклов для 46 биржевых товаров со средней продолжительностью в пять лет (таблица 4.8). Среди бумов и спадов средняя (срединная) продолжительность первых составляет примерно 2½ (2) года, а последних — примерно 3 (2½) года (рис. 4.12). При этом имеются значительные вариации распределения в рамках групп биржевых товаров и между этими группами. Например, средний спад в случае нефти продолжался 31 месяц по сравнению с бумами, длившимися 33 месяца. Среди не топливных биржевых товаров спады обычно были более длительными, чем бумы, особенно в случае цены на продовольствие и сырье. На последних также могут сказываться некоторые стойкие

⁴⁷В литературе, посвященной экономическому циклу, по традиции различают классические циклы и циклы роста. В первом случае рассматриваемые переменные не обрабатываются и не преобразуются до выявления поворотных точек. В последнем случае переменные фильтруются перед анализом датирования — например, выбираются поворотные точки для охвата периодов темпов роста выше или ниже трендовых. Поскольку для нас не имеет значения присутствие какого-либо тренда в ценах на биржевые товары, мы сосредотачиваемся на ценах на биржевые товары по уровням, различая периоды расширения и сжатия. Еще важнее то, что этот классический циклический подход позволяет избежать необходимости в выборе между альтернативными методами фильтрации или исключения тренда, которые, как известно, вводят потенциально ложные сдвиги фазы, сбивающие алгоритм поворотных точек.

негативные факторы, связанные с погодой, болезнями растений и т.д., которые обычно не влияют на цены энергоносителей и металлов. За исключением цен на нефть и некоторые металлы, амплитуда спадов цен несколько превышает масштаб бумов (рис. 4.13).

Перечисленные выше выводы подтверждают заключения соответствующей литературы (Cashin, McDermott, and Scott, 2002) и более ранних работ, обнаруживших длительные периоды спадов, перемежавшиеся с менее продолжительными подъемами, характерными для цен на сельскохозяйственные биржевые товары (Deaton and Laroque, 1992). При этом для кофе и хлопка разница в продолжительности бумов и спадов невелика. Это может быть связано с тем фактом, что и кофе, и хлопок относятся к биржевым товарам, способным хорошо храниться, так что их запасы могут играть важную роль в выравнивании цен в любом направлении.

Приложение 4.3. Описание модели векторной авторегрессии

В настоящем приложении приводится описание модели мирового рынка биржевых товаров, используемой для определения причин колебаний цен на биржевые товары, описание которых изложено в разделе «Факторы, влияющие на рынки биржевых товаров, и их макроэкономические последствия».

Структурная модель векторной авторегрессии (VAR) для мировых рынков биржевых товаров

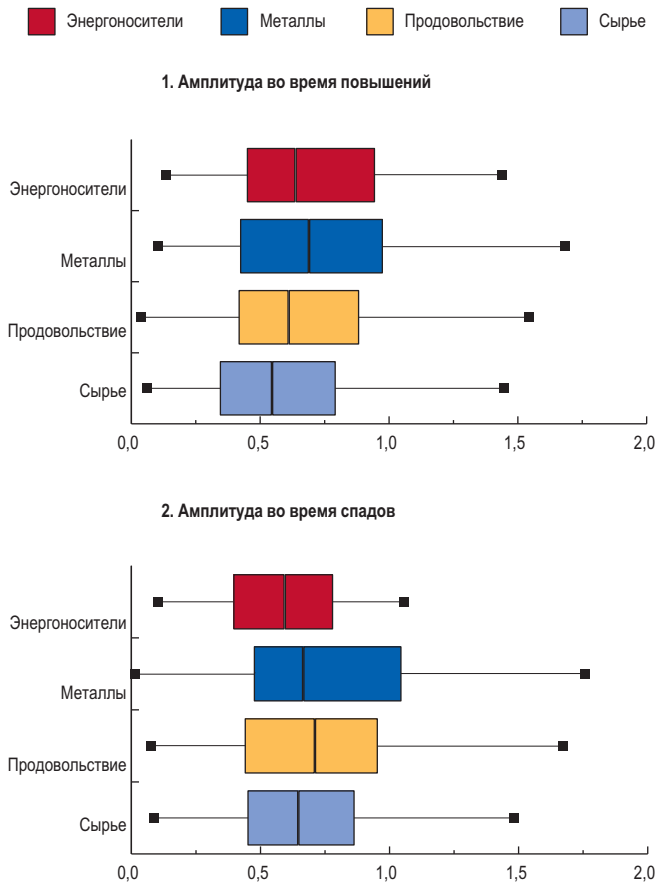
На основе анализа мирового рынка нефти из работы Kilian (2009) мы оцениваем структурную модель VAR мирового рынка биржевых товаров для каждого из четырех ведущих биржевых товаров: нефти, меди, кофе и хлопка. В каждую VAR входят следующие наборы переменных:

$$z'_{i,t} = (\Delta q_{i,t}, \Delta y_t, \Delta k_{i,t}, \Delta s_t, \Delta p_{i,t}), \quad (4.1)$$

где t — индекс времени, $\Delta q_{i,t}$ — изменение в логарифме мирового производства биржевого товара i , Δy_t — представительная переменная изменений в глобальной экономической активности, $\Delta k_{i,t}$ — изменение в логарифме глобальных запасов этого биржевого товара i , Δs_t — изменение в логарифме реального эффективного валютного курса США (РЭВК), а $\Delta p_{i,t}$ — изменение в логарифме

Рисунок 4.13. Амплитуда повышений и спадов цен на биржевые товары
(Изменение в логарифме реальной цены)

За исключением цен на энергоносители, амплитуда спадов цен на биржевые товары обычно превосходит амплитуду их повышений.



Источник: расчеты персонала МВФ.

Примечание. Вертикальная линия в каждом прямоугольнике — средняя продолжительность в рамках группы; левый и правый край каждого прямоугольника показывают верхний и нижний квартили. Расстояние от черных квадратов (смежные значения) по обе стороны прямоугольника обозначает диапазон распределения в этой группе биржевых товаров, исключая резко отклоняющиеся значения. См. в приложении 4.2 описание алгоритма, использованного для определения высших и низших точек.

Таблица 4.8. Статистические характеристики реальных цен на биржевые товары

Биржевой товар	Начало ряда (год: месяц)	Число эпизодов от максимума к минимуму	Число эпизодов от минимума к максимуму	Средняя продолжительность от максимума к минимуму	Средняя продолжительность от минимума к максимуму	Средняя амплитуда от максимума к минимуму	Средняя амплитуда от минимума к максимуму	Средняя продолжительность цикла	Амплитуда между последним имеющимся наблюдением и последней низшей/высшей точкой	Продолжительность последнего периода
Энергоносители	1973:M2	7	6	31,0	33,0	0,7	0,9	65,3	0,1	17
Уголь	1993:M12	4	5	25,0	20,4	0,6	0,7	45,0	-0,1	9
Нефть	1973:M2	7	6	31,3	32,7	0,8	0,9	65,3	0,2	15
Природный газ	1992:M1	6	6	16,7	18,5	0,4	0,5	36,6	0,6	25
Продовольствие	1970:M1	7	8	37,9	26,0	0,5	0,4	60,9	-0,2	8
Какао	1957:M1	9	10	38,8	28,5	0,9	0,8	63,2	-0,3	22
Кофе	1957:M1	7	8	36,1	40,0	0,9	0,8	77,6	-0,2	6
Чай	1957:M1	10	10	35,7	29,0	0,7	0,6	65,3	0,1	6
Ячмень	1975:M1	7	8	34,0	24,5	0,7	0,6	57,1	0,0	3
Кукуруза	1957:M1	9	10	39,2	27,9	0,6	0,6	66,6	-0,2	6
Рис	1957:M1	9	8	40,7	33,6	0,8	0,8	76,0	0,2	16
Пшеница	1957:M1	10	10	35,6	26,8	0,6	0,5	64,0	0,6	16
Говядина	1957:M1	7	7	58,6	31,7	0,5	0,5	81,9	-0,1	6
Баранина	1957:M1	7	8	39,4	39,5	0,5	0,4	72,1	-0,1	11
Птица	1980:M1	6	6	21,5	40,2	0,2	0,2	67,2	0,0	8
Свинина	1980:M1	6	7	37,0	22,1	1,1	0,9	46,3	-0,1	2
Рыба	1979:M1	4	5	64,5	25,2	0,9	0,6	82,5	-0,7	6
Креветки	1957:M1	12	11	24,3	31,2	0,6	0,5	49,5	0,2	18
Кокосовое масло	1957:M1	12	13	25,8	25,5	0,9	0,9	51,0	-0,6	8
Оливковое масло	1978:M9	4	4	34,5	44,3	0,6	0,5	84,5	-0,8	79
Пальмовое масло	1957:M1	10	11	27,6	27,7	0,8	0,8	53,7	-0,3	8
Соевый шрот	1965:M1	9	10	32,6	25,4	0,7	0,7	55,6	-0,1	4
Соевое масло	1957:M1	9	10	37,3	27,9	0,8	0,7	65,4	-0,1	8
Соевые бобы	1965:M1	8	8	41,3	25,5	0,7	0,7	70,3	0,2	20
Масло подсолнечника	1960:M7	6	7	51,8	39,0	1,0	0,9	89,8	-0,1	4
Бананы	1975:M1	6	6	40,0	31,5	0,8	0,8	69,3	-0,1	8
Рыбная мука	1957:M1	9	10	28,4	37,2	0,7	0,7	67,1	-0,4	18
Арахис	1980:M1	5	6	37,6	26,5	0,8	0,6	62,0	0,0	3
Апельсины	1978:M1	6	5	43,7	23,2	0,9	0,9	69,6	0,3	10
Сахар	1957:M1	7	7	52,9	39,4	1,3	1,2	87,1	-0,1	9
Металлы	1970:M1	8	8	33,0	28,5	0,7	0,6	60,1	-0,1	8
Алюминий	1972:M5	6	7	37,5	33,6	0,8	0,7	56,0	-0,2	6
Медь	1957:M1	8	9	42,8	32,8	0,7	0,7	69,0	-0,3	8
Свинец	1957:M1	9	10	35,1	26,9	0,9	0,9	59,1	-0,3	6
Никель	1979:M12	5	6	34,6	27,8	1,1	1,2	57,4	-0,4	8
Сталь	1987:M1	4	5	37,3	27,6	0,6	0,7	65,3	-0,1	8
Олово	1957:M1	8	9	44,3	25,0	0,6	0,6	68,0	-0,4	6
Уран	1980:M1	4	4	39,0	34,0	0,8	1,0	81,0	0,2	19
Цинк	1957:M1	10	11	34,0	26,7	0,7	0,7	58,7	-0,3	8
Золото	1968:M4	6	5	39,0	30,4	0,6	0,7	61,2	1,6	126
Серебро	1976:M1	7	7	27,3	32,4	0,8	0,9	57,3	-0,3	6
Сырье	1970:M1	5	6	48,6	40,3	0,6	0,5	56,4	-0,3	8
Твердая древесина, круглый лес	1980:M1	6	6	21,7	32,7	0,6	0,7	59,0	0,5	18
Твердая древесина, пиломатериалы	1980:M1	5	6	23,2	37,3	0,5	0,6	61,2	0,0	4
Мягкая древесина, круглый лес	1975:M1	5	6	45,4	32,3	0,6	0,4	70,4	-0,1	5
Мягкая древесина, пиломатериалы	1975:M1	6	6	35,7	34,0	0,5	0,4	72,6	0,1	8
Хлопок	1957:M1	12	13	24,9	24,8	0,6	0,5	48,7	-0,7	7
Шкуры	1957:M1	7	7	58,1	33,9	1,0	1,0	55,7	-0,1	7
Резина	1957:M1	8	9	41,1	33,9	0,8	0,8	55,3	-0,4	8
Шерсть	1957:M1	9	9	42,4	29,8	0,7	0,7	69,7	-0,3	4

Источник: расчеты персонала МВФ.

Примечание. Все ряды заканчиваются в октябре 2011 года (2011:M10), за исключением ряда нефти, который заканчивается в августе 2011 года (2011:M8). Высшие и низшие точки циклов определяются по алгоритму из работы Harding and Pagan (2002), описание которого приводится в приложении 4.2. Продолжительность фазы приводится в месяцах. Амплитуда или высота фазы выражается в естественных логарифмических единицах. См. полное описание базовых данных в приложении 4.1.

реальной цены биржевого товара i ⁴⁸. Структурная VAR для каждого товара приобретает следующую форму:

$$z_{i,t} = \alpha_i + \sum_{m=1}^{M_i} A_{m,i} z_{i,t-m} + e_{i,t}, \quad (4.2)$$

где $e_{i,t}$ — нулевой средний серийно некоррелированный (5×1) вектор инноваций, α_i — (5×1) вектор постоянных величин и $A_{m,i}$ — (5×5) матрица коэффициентов для переменных с лагом m для M_i лагов в общей сложности. Предполагается, что инновации можно выразить как $e_{i,t} = A_{0,i} \varepsilon_{i,t}$, где $\varepsilon_{i,t}$ — вектор взаимно и серийно некоррелированных структурных шоков с дисперсией 1, а $A_{0,i}$ — матрица коэффициентов для преобразования структурных шоков в одновременные шоки в приведенной форме. Для выявления шоков производства и мирового спроса, мы исходим из определенных допущений в отношении структуры матрицы $A_{0,i}$.

В частности, мы предполагаем, что изменение мирового производства биржевого товара $(\Delta q_{i,t})$ реагирует на другие шоки не сразу, а с отставанием. Это означает, что расчетные инновации из уравнения производства представляют структурный шок производства. Другими словами, сдвиги кривой спроса на биржевой товар, вызванные шоками глобальной активности или другими факторами, не влияют на производство в том же периоде, хотя могут повлиять на него в следующем и будущих периодах. Это допущение представляется обоснованным месячными данными, которыми мы располагаем как для нефти, так и меди. В случае кофе и хлопка имеются только годовые данные о мировом производстве, но допущение все же представляется обоснованным, поскольку циклы производства этих биржевых товаров относительно продолжительны⁴⁹. К примерам шоков производства относятся непредсказуемые погодные явления, такие как наводнения или засухи, негативно влияющие на урожай (в случае сельскохозяйственных биржевых товаров), сбои в производстве, вызван-

⁴⁸Для месячных VAR меди и нефти мы берем индекс мирового промышленного производства в качестве показателя глобальной активности. Для сельскохозяйственных биржевых товаров мы используем темпы роста мирового ВВП, поскольку VAR рассчитываются с годовой периодичностью. При проверке устойчивости результатов с месячной периодичностью мы использовали альтернативный показатель глобальной активности, предложенный в работе Kilian (2009).

⁴⁹Новые кофейные деревья вырастают приблизительно за пять лет (Wellman, 1961). В случае хлопка допущение не столь очевидно, поскольку цикл урожая составляет примерно год (Smith and Cothren, 1999).

ные непредвиденной поломкой техники или прекращением работы (в случае нефти или металлов), или непредвиденные технологические достижения, увеличивающие производство.

Также предполагается, что на глобальную активность (Δy_t) может одновременно влиять структурный шок производства, но только с лагом после других шоков. Это означает, что расчетные инновации из уравнения глобальной активности, после учета эффекта шока производства, представляют структурный шок глобальной активности. Эти допущения также представляются обоснованными с месячной периодичностью. Даже в случае годовых базовых данных, оно все же представляется обоснованным, если на рассматриваемый биржевой товар приходится относительно небольшая доля мирового ВВП. Тем не менее, результаты по сельскохозяйственным биржевым товарам следует интерпретировать с осторожностью⁵⁰.

В совокупности эти предположения означают:

$$e_{i,t} = A_{0,i} \varepsilon_{i,t} \quad \left(\begin{matrix} e_{i,t}^{\Delta q} \\ e_{i,t}^{\Delta y} \\ e_{i,t}^{\Delta k} \\ e_{i,t}^{\Delta s} \\ e_{i,t}^{\Delta p} \end{matrix} \right) = \begin{bmatrix} \cdot & 0 & 0 & 0 & 0 \\ \cdot & \cdot & 0 & 0 & 0 \\ \cdot & \cdot & \cdot & \cdot & \cdot \\ \cdot & \cdot & \cdot & \cdot & \cdot \\ \cdot & \cdot & \cdot & \cdot & \cdot \end{bmatrix} \left(\begin{matrix} \varepsilon_{i,t}^{\Delta q} \\ \varepsilon_{i,t}^{\Delta y} \\ \varepsilon_{i,t}^3 \\ \varepsilon_{i,t}^4 \\ \varepsilon_{i,t}^5 \end{matrix} \right), \quad (4.3)$$

где 0 означает отсутствие влияния структурного шока на соответствующий шок в приведенной форме, а точка — отсутствие ограничений зависимости. Опять же, при указанных здесь ограничениях, мы можем получить только структурные шоки производства и глобальной активности $(\varepsilon_{i,t}^{\Delta q}$ и $\varepsilon_{i,t}^{\Delta y})$.

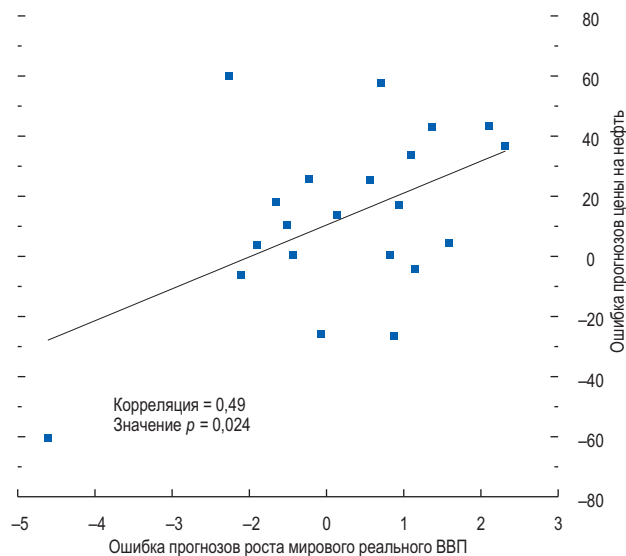
Отметим, что мы включаем изменения в запасах биржевого товара и логарифме РЭВК США в нашу модель, поскольку известно, что обе переменные улучшают прогнозы цен и объема производства нефти, металлов и других биржевых товаров⁵¹. Кроме того, в силу их способности быстро реагировать на новую информацию, эти переменные, веро-

⁵⁰При годовой периодичности беспокойство вызывает в большей степени то, что возможна корреляция изменений в реальных ценах на биржевые товары с другими факторами, определяющими мировой ВВП, которые не входят в систему VAR. Это может стать причиной смещения из-за пропущенной переменной, которое повлияет на толкование результатов.

⁵¹См. в работе De Gregorio, González, and Jaque (2005) освещение роли РЭВК США в определении цен на медь и в работе Kilian and Murphy (2010) — освещение роли запасов нефти в определении цен на нефть.

Рисунок 4.14. Корреляция роста мирового реального ВВП и ошибок прогнозирования цены на нефть

Сюрпризы в изменении мировых цен на нефть имеют положительную корреляцию с сюрпризами в глобальной экономической активности.



Источники: Consensus Economics и расчеты персонала МВФ.

Примечание. Ошибки прогнозирования рассчитываются вычитанием прогнозируемого значения из фактического значения. Ошибка прогнозирования роста мирового реального ВВП выражается в процентных пунктах, тогда как ошибка прогнозирования цены на нефть выражается в логарифмических единицах $\times 100$. Линия показывает наиболее приближенную линию наименьших квадратов. См. полное описание базовых данных в приложении 4.1.

ятно, включают ориентированную на перспективу информацию о конкретном рынке биржевого товара (в случае запасов) и глобальной активности (в случае и запасов, и РЭВК) помимо содержащейся в собственно производстве, активности и ценах. Это означает, что указанные шоки поточного производства и мирового спроса точнее в нашей VAR с пятью переменными, чем полученные в VAR с тремя переменными без РЭВК и запасов.

Колебания цен, не объясняемые ни шоками спроса, ни производства, вытекают из сочетания факторов, которые мы не можем выделить. Эти факторы включают специфические для конкретного товара шоки, а также новости о будущей эволюции рынков биржевых товаров⁵². Это означает, что изменения в производстве, которые полностью или частично ожидались, проявятся в необъясненном компоненте цены, привязанном к времени, когда становится известно о предстоящем изменении, а не к времени, когда оно фактически происходит. К примерам такого ожидавшегося шока производства можно отнести недавний случай с Ливией, в которой из-за политических волнений ожидался перебой в добыче нефти и, таким образом, в мировом предложении нефти, повысившие цены заранее⁵³. Наши результаты в основном подтверждают выводы работы Kilian (2009) и в отношении других биржевых товаров. Это означает, что шоки спроса в большей степени объясняют колебания цен на биржевые товары, чем непредвиденные шоки производства.

Альтернативные произведенные нами расчеты также указывают на большее значение шоков спроса, по сравнению с шоками производства, подтверждая результаты нашей VAR (в случае нефти). Мы находим положительную и значимую корреляцию между пересмотрами прогнозов цен на биржевые товары и мирового реального ВВП, согласно которой цены на нефть в итоге определяются глобальной активностью (рис. 4.14).

⁵²Имеются различные примеры шоков, специфических для конкретного товара. Сдвиг предпочтений в пользу кофе в ущерб чаю (произошедший за последнее десятилетие) служит примером шока, охваченного нашим остаточным компонентом. К другим примерам относятся технологические усовершенствования, влияющие на нефтеемкость экономики, альтернативные источники энергии или резкий подъем/спад на мировом жилищном рынке, влияющий на спрос на медь.

⁵³Финансиализация рынков биржевых товаров могла усилить чувствительность цен на биржевые товары к новостям о перспективах рынка (см. в главе 1 сентябрьского выпуска «Перспектив развития мировой экономики» 2011 года обсуждение роли финансиализации в воздействии на цены биржевых товаров).

В действительности, если бы пересмотры прогнозов цен на нефть были теснее связаны с негативными шоками производства биржевых товаров, которые отрицательно сказываются на мировом ВВП, то должна наблюдаться негативная корреляция пересмотра прогнозов цен на биржевые товары и пересмотра глобальной экономической активности. Мы не смогли провести такой анализ для других биржевых товаров из-за отсутствия временных рядов данных о прогнозах Consensus Economics для цен на другие биржевые товары.

Какого изменения в ВВП стран-экспортеров биржевых товаров можно ожидать при изменении реальных цен на биржевые товары под влиянием шоков мирового спроса или производства? Для ответа на этот вопрос в случае меди и нефти необходимо обеспечить сопоставимость шоков мирового спроса и производства в месячной модели VAR с шоками, использованными в панельной регрессии с годовой периодичностью. С этой целью мы предполагаем, что произошел ряд потрясений за первые 12 месяцев и каждое из них соответствует шоку в размере одного стандартного отклонения, использованному в годовой регрессии. В случае нефти это приводит к повышению реальной цены на нефть на 12,2 процента за год при годовом шоке со стороны мирового спроса и повышению на 3,8 процента при (негативном) шоке мировой добычи нефти. В случае меди реальная цена повышается примерно на 8 процентов при шоке мирового спроса и на 3 процента при (негативном) шоке мирового производства меди. Таким образом, можно получить эластичность реального ВВП для экспортеров при изменениях цен, исходя из воздействия на реальный ВВП таких изменений цен на биржевые товары за год (см. таблицу 4.5). Например, для нефти вмененная эластичность реального ВВП по изменениям цены на нефть под влиянием мирового спроса составит 0,03 в год изменения и 0,15 — через три года после произошедшего изменения. Несмотря на сопоставимость масштабов эластичности по изменениям цены на нефть под влиянием мирового производства (0,05 при изменении и -0,14 через три года после изменения), воздействие шока на ВВП экспортера не является статистически значимым (как показано в таблице 4.4).

Устойчивость

Мы провели несколько проверок устойчивости нашей базовой модели VAR. К ним относятся: 1) применение логарифма реальной цены биржевого товара и логарифма РЭВК США по уровням

вместо разностей, поскольку отсутствует очевидная причина, по которой эти переменные были бы нестационарными; 2) использование индекса реальной глобальной активности из работы Kilian (2009) в VAR с месячными данными вместо изменения логарифма мирового промышленного производства; 3) использование альтернативного дефлятора цен на биржевые товары, основанного на индексе оптовых цен, взвешенном по корзине СДР, вместо ИПЦ США. Вообще говоря, результаты качественно не меняются для всех биржевых товаров.

Определение фаз, сложившихся под влиянием мирового спроса и производства

По определению, фаза считается сложившейся под влиянием мирового спроса, если вклад в амплитуду этой фазы, внесенный компонентом мирового спроса, составляет не менее 25 процентов и превышает вклад мирового производства — и наоборот в случае фазы под влиянием производства. Для нефти это ведет к выделению четырех фаз, сложившихся под влиянием мирового спроса, с двумя периодами снижения: октябрь 1990 года – декабрь 1993 года и октябрь 2000 года – декабрь 2001 года и двумя бумами: январь 1994 года – октябрь 1996 года и январь 2002 года – июль 2008 года. Эти фазы показаны на рис. 4.8. К фазам, сложившимся под влиянием производства, относится один спад (январь 1996 года – декабрь 1998 года) и один период повышения (январь 1999 – сентябрь 2000 года).

Приложение 4.4. Основные характеристики ГИМФ и ее применение в случае небольшой страны-экспортера нефти с открытой экономикой

Глобальная интегрированная монетарно-фискальная модель (ГИМФ) — построенная на микрооснованиях многострановая многосекторная динамическая модель общего равновесия, в которой фигурирует широкий набор реальных и номинальных видов «шума», которые считаются значимыми в новейшей макроэкономической литературе⁵⁴. Для целей настоящей главы мы используем вариант ГИМФ с двумя регионами, включающими небольшие страны-экспортеры нефти с открытой экономикой и остальной мир, который является чистым импортером нефти. Нефтяной сектор моделируется в соответствии с положениями

⁵⁴Полное описание ГИМФ приводится в работах Kumhof and others (2010) и Kumhof and Laxton (2009a).

главы 3 апрельского выпуска «Перспектив развития мировой экономики» 2011 года. Международное заимствование этих небольших стран-экспортеров нефти с открытой экономикой моделируется таким образом, что премия за суверенный риск повышается с уровнем совокупного чистого долга. При калибровке в таком случае при долге на уровне 100 процентов ВВП, уменьшение (увеличение) долга на 20 процентных пунктов приведет к повышению/снижению премии за риск на 53 (103) базисных пункта. С другой стороны, при долге на уровне 30 процентных пунктов ВВП, уменьшение (увеличение) долга на 20 процентных пунктов приведет к повышению (снижению) премии за риск на 11 (16) базисных пунктов.

Налогово-бюджетная политика

Правило налогово-бюджетной политики определяется простым числовым целевым показателем отношения сальдо государственного бюджета к ВВП, призванное стабилизировать долг на уровне его долгосрочного целевого показателя при минимизации изменчивости объема производства и инфляции. Оно выражается следующим образом:

$$g_t^s = g^{s*} + d^{tax} \frac{(\tau_t - \tau_t^{pot})}{GDP_t} + d^{com} \frac{(c_t - c_t^{pot})}{GDP_t}, \quad (4.4)$$

где g_t^s — отношение профицита бюджета к ВВП; g^{s*} — его долгосрочный целевой показатель; τ_t и c_t — фактические нефтяные налоговые доходы и нефтяные роялти соответственно; τ_t^{pot} и c_t^{pot} — потенциальный уровень налоговых доходов и нефтяных роялти⁵⁵. Разности между фактическими

⁵⁵Точнее налоговые поступления получаются из суммы доходов от труда и капитала, полученных в нефтяном секторе, и налогов на потребление и трансфертов. Потенциальные налоговые доходы определяются как произведение действующих налоговых ставок и баз налогообложения на долгосрочном равновесном уровне. Потенциальные нефтяные доходы

и потенциальными значениями — *разрывы*. Коэффициенты d^{tax} и d^{com} определяют вид принимаемого правила⁵⁶. Выбор d^{tax} и d^{com} предоставляет континуум правил, для которых существуют три основные калибровки, рассмотренные в настоящей главе: 1) правило сбалансированного бюджета (ПСБ), когда d^{tax} и d^{com} равны нулю; 2) правило структурного профицита (ПСП), когда d^{tax} и d^{com} равны 1; 3) контрциклическое правило, когда d^{tax} и d^{com} больше 1⁵⁷.

Для применения предусмотренного правилом отношения профицита к ВВП, правительство, в принципе, располагает набором бюджетных инструментов, которые оно может использовать. При этом мы предполагаем для простоты, что правительство соблюдает бюджетное правило, меняя ставку налога на трудовые доходы. Как упоминалось, качественные результаты не меняются при замене используемого налогово-бюджетного инструмента для соблюдения бюджетного правила. Для определения оптимального правила оцениваются альтернативные калибровки параметров бюджетного правила для нахождения минимальной функции потерь стандартных отклонений инфляции и объема производства. Мы оцениваем чистую приведенную стоимость дисконтированной полезности домашних хозяйств для анализа перманентных изменений в цене на нефть.

рассчитываются на основе долгосрочных значений объема производства и цен на биржевые товары.

⁵⁶В силу построения, возвращение отношений профицита бюджета и долга к ВВП со временем к их долгосрочным целевым показателям гарантировано, поскольку все *разрывы* после прекращения временных шоков со временем ликвидируются. Kumhof and Laxton (2009b) показали, что эта категория правил особенно подходит для охвата периодов относительно благоприятной (слабой) экономической конъюнктуры и, по этой причине, особенно действенно стабилизирует колебания на протяжении экономического цикла.

⁵⁷См. более подробный анализ бюджетного правила и государственного сектора в работе Snudden (готовится к печати).

Вставка 4.1. Макроэкономические последствия шоков цен на биржевые товары для стран с низкими доходами

Шоки цен на биржевые товары могут иметь серьезные экономические, социальные и политические последствия для стран с низкими доходами (СНД), как для импортеров, так и экспортеров биржевых товаров. Большинство СНД относятся к чистым импортерам продовольствия и топлива, и многие сталкиваются с высокой стоимостью импорта, особенно нефтепродуктов. В то же время на биржевые товары приходится более половины общего экспорта товаров для примерно трети СНД, то есть колебания цен на биржевые товары могут привести к сильным колебаниям внешнеэкономических сальдо СНД, «выигравших» и «проигравших», в зависимости от структуры их торговли и конкретных биржевых товаров, о которых идет речь. Шоки мировых цен на биржевые товары также обычно создают сильное инфляционное и социальное давление в СНД, поскольку цены на продовольственные товары, составляющие почти половину потребительской корзины в СНД, тесно связаны с ценами на другие биржевые товары¹. Возникающее в результате сокращение реальных доходов населения может повысить уровень бедности и создать политическое давление, требующее принятия мер налогового-бюджетной политики по смягчению, что, в свою очередь, может негативно сказаться на государственных финансах.

Недавний опыт подчеркивает значение цен на биржевые товары для СНД. Резкое повышение цен на продовольствие и топливо в 2007–2008 годах создавало значительное инфляционное давление (рис. 4.1.1) до 2009 года, когда цены на биржевые товары снизились во время мирового финансового кризиса. В конце 2010 и начале 2011 годов СНД столкнулись с возобновлением роста мировых цен на биржевые товары. На этот раз мировое повышение цен было в большей мере синхронизировано между биржевыми товарами, чем в 2007–2008 годах, смягчив последствия для СНД, экспортирующих нетопливные биржевые товары. Инфляционное давление также было более сдержанным в большинстве СНД, в некоторых случаях благодаря хорошим урожаям.

Автор настоящей вставки — Джулия Берш. Основой послужила работа IMF (2011a). В число стран с низкими доходами в настоящей вставке вошли все страны, имеющие право на льготное финансирование МВФ в рамках Трасового фонда на цели сокращения бедности и содействия экономическому росту (ПРТГ), за исключением Сомали, не включенной из-за отсутствия данных.

¹Это сопоставляется с долей продовольствия в потребительской корзине, составляющей менее 20 процентов в странах Организации экономического сотрудничества и развития.

Рисунок 4.1.1. Общий уровень инфляции в странах с низкими доходами и индекс мировых цен на биржевые товары

В большинстве стран с низкими доходами наблюдалось лишь незначительное повышение общего уровня инфляции в 2011 году.



Источники: сентябрьский выпуск «Перспектив развития мировой экономики» 2011 года и оценки персонала МВФ.

Кроме того, примерно половина СНД приняла бюджетные меры для смягчения социальных и инфляционных последствий шока, в среднем стоимость этих мер для бюджета по оценкам составила более 1 процента ВВП. Меры включали субсидии цен на продовольствие и/или топливо (лишь немногие из которых непосредственно предоставлялись неимущим), меры в отношении расходов на социальную защиту и снижение налогов и тарифов на импорт.

Моделирование макроэкономических последствий нового резкого повышения мировых цен на биржевые товары

Нами рассматриваются возможные последствия дальнейшего шока мировых цен на биржевые товары при помощи недавно разработанной системы оценки уязвимости для СНД². Сценарий построен с использованием рыночных ожиданий, отраженных в фьючерсных опционах на биржевые товары, и шоки для различных биржевых товаров приведены в соответствие с ценами в диапазоне верхних 7 процентов ожидаемого распределения

²Подробные сведения приведены в работе IMF (2011a).

Вставка 4.1 (продолжение)

вероятностей³. Воздействие шока затем моделируется для каждой страны, с учетом опыта прошлых эпизодов потрясений и различий в структуре торговли и потребительских корзинах стран.

Сценарный анализ показывает, что дальнейшее повышение цен на биржевые товары может привести к тяжелым макроэкономическим и социальным последствиям. Даже если воздействие на рост будет умеренным, в результате ценового шока 31 миллион человек окажется за чертой бедности, главным образом из-за роста инфляции и отсутствия эффективных мер социальной защиты (рис. 4.1.2). Компенсирующие бюджетные меры, исходящие из прошлого опыта, могут ухудшить среднее сальдо бюджета более чем на 1 процент ВВП в 2012 году, при этом три четверти этого ухудшения будут вызваны ростом цен на нефть, а оставшаяся четверть — повышением цен на продовольствие (рис. 4.1.3).

Внешние последствия сценария цен на биржевые товары будут негативными для значительного большинства СНД, при среднем ухудшении баланса торговли почти на 3 процента ВВП (рис. 4.1.4). Это ухудшение было бы вызвано в основном ростом цен на нефть, при более слабом влиянии роста цен на продовольствие. Только страны – чистые экспортеры нефти выиграли бы от роста цен. Положение чистых экспортеров продовольствия было бы лишь немногим лучше чистых импортеров продовольствия, поскольку и те, и другие испытали бы негативное воздействие роста цен на нефть. В случае СНД, подвергнувшихся негативному шоку условий торговли, потребности во внешнем финансировании могут возрасти примерно на 9 млрд долларов, которые в значительной степени придется на немногочисленных крупных экспортеров небиржевых товаров.

Ответные меры политики при шоках цен на биржевые товары и меры по повышению устойчивости

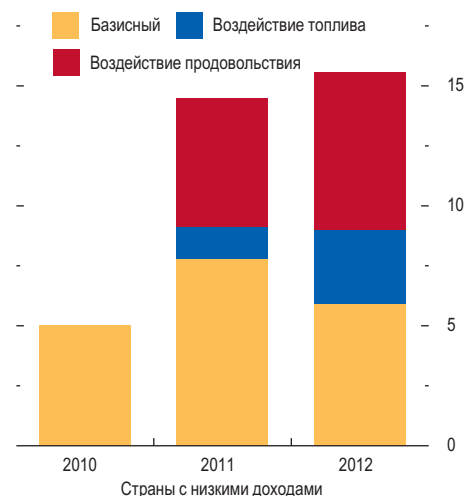
Многие СНД уже использовали часть своих буферных резервов для проведения макроэкономической политики во время последнего кризиса, так что новый шок мировых цен на биржевые товары может вызвать трудности⁴. Стандартная

³В этом конкретном сценарии предполагается следующее: цены на продукты питания повышаются на 25 процентов в 2011 и 31 процент в 2012 году по сравнению с базисным прогнозом; цены на топливо — на 21 процент в 2011 году и 48 процентов в 2012 году; цены на металлы — на 21 процент в 2011 году и 36 процентов в 2012 году.

⁴Подробный анализ развития ситуации в СНД во время мирового кризиса см. в работе IMF (2010).

Рисунок 4.1.2. Инфляционное воздействие повышения цен на биржевые товары в странах с низкими доходами в 2011 и 2012 годы
(В процентных пунктах, среднее)

В сценарии повышения мировых цен на биржевые товары инфляция в странах с низкими доходами может удвоиться по сравнению с базисным прогнозом, главным образом в результате повышения цен на продовольствие.



Источники: сентябрьский выпуск «Перспектив развития мировой экономики» 2011 года и оценки персонала МВФ.

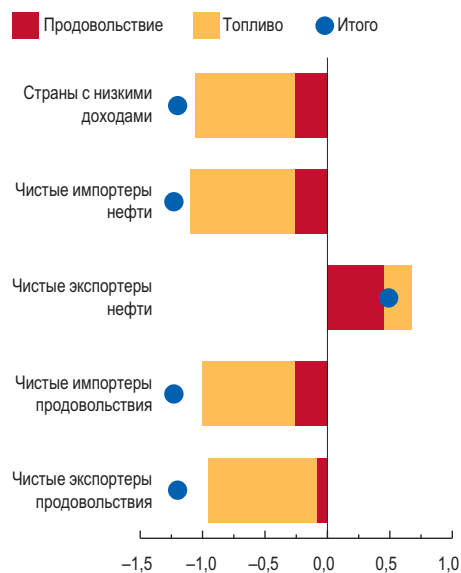
Примечание. В сценарии оценивается воздействие повышения мировых цен на продовольствие и топливо по сравнению с базисным сценарием. В случае продовольствия использовалось повышение цен на 25 процентов в 2011 году и на 31 процент в 2012 году; в случае топлива — на 21 процент и 28 процентов соответственно.

оптимальная рекомендация налогово-бюджетной политики, заключающаяся в переносе более высоких цен на потребителей, может оказаться неосуществимой в большинстве СНД, поскольку им недостает комплексной системы социальной защиты для поддержки уязвимых слоев населения. Также при ограниченных возможностях бюджета нелегко найти и решения, следующие за наиболее оптимальными, являющиеся прагматическими и эффективными с точки зрения затрат. Проведение денежно-кредитной политики при шоках цен на биржевые товары, особенно на продовольствие, также ставит сложные задачи, поскольку директивным органам приходится делать выбор между адаптацией к повышению инфляции и ужесточением политики, которое усугубляет реальные издержки. При этом, несмотря на обычно значительно более сильное в СНД, чем в странах с более развитой экономикой, прямое воздействие повышения

Вставка 4.1 (окончание)

Рисунок 4.1.3. Воздействие повышения цен на биржевые товары на сальдо бюджета стран с низкими доходами в 2012 году
(В процентах ВВП, среднее)

Ухудшение сальдо бюджета средней страны с низкими доходами превысит один процент ВВП в 2012 году, в основном вследствие более высоких мировых цен на топливо.

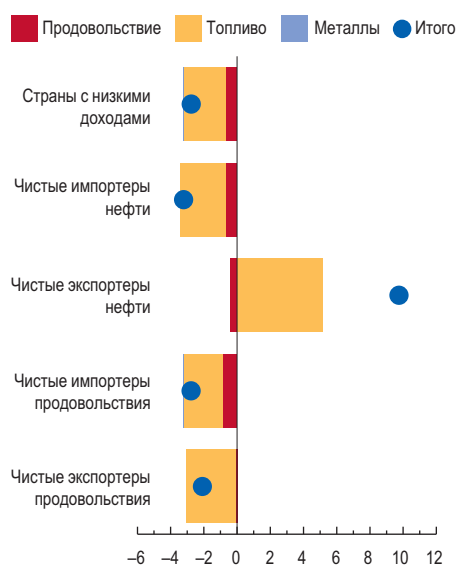


Источники: сентябрьский выпуск «Перспективы развития мировой экономики» 2011 года и оценки персонала МВФ.

Примечание. Оценки последствий для бюджета производятся с использованием эластичности доходов и расходов по изменениям в мировых ценах на продовольствие и топливо. Предполагается принятие ответных мер политики, аналогичных принятым во время эпизода высоких мировых цен на продукты питания и нефть 2007–2008 годов. Расчеты основаны на среднем значении разностей, так что сумма компонентов может отличаться от общей суммы. В скобках указан размер выборки (число стран).

Рисунок 4.1.4. Воздействие повышения цен на биржевые товары на торговый баланс стран с низкими доходами в 2012 году
(В процентах ВВП 2010 года, среднее)

Несмотря на то, что некоторые страны выиграют от повышения цен на биржевые товары, баланс торговли средней страны с низкими доходами в 2012 году ухудшится почти на три процента ВВП, в основном под воздействием нефти.



Источники: сентябрьский выпуск «Перспективы развития мировой экономики» 2011 года и оценки персонала МВФ.

Примечание. В сценарии моделируется воздействие повышения мировых цен на продовольствие, металлы (за исключением золота и урана) и топливо (соответственно, на 31, 36 и 48 процентов по сравнению с базисным сценарием). Расчеты основаны на среднем значении разностей, так что сумма компонентов может отличаться от общей суммы. В скобках указан размер выборки (число стран).

цен продуктов питания на общий уровень инфляции, инерционность инфляции относительно низка. Следовательно, адаптивный курс денежно-кредитной политики с меньшей вероятностью ведет к устойчивой инфляции⁵.

⁵См. в главе 3 сентябрьского выпуска «Перспектив развития мировой экономики» 2011 года анализ влияния на денежно-кредитную политику инфляции в странах с развитой экономикой и странах с формирующимся рынком, вызванной ценами на биржевые товары. Эта работа подчеркивает значение выбора «цели, в которую можно попасть» как метода укрепления доверия к денежно-кредитной политике и улучшения макроэкономических результатов.

При всем значении способности хорошо справляться с шоками, страны могут принимать меры до наступления кризиса для уменьшения риска или создавать потенциал для подготовки к будущим шокам. Помимо создания буферных резервов для проведения своей политики в благоприятные времена, СНД могут: 1) укрепить структурную устойчивость своих бюджетов; 2) внедрить более прочные и гибкие системы социальной защиты; 3) проводить реформы для поощрения в стране сбережений и развития финансовых секторов; 4) рассмотреть меры политики по поощрению расширения диверсификации своего производства и экспорта.

Вставка 4.2. Нестабильные цены на биржевые товары и задачи по развитию в странах с низкими доходами

Недавно открытые природные ресурсы во многих странах с низкими доходами (СНД) в сочетании с нестабильными ценами на биржевые товары открывают большие возможности и ставят серьезные задачи перед этими странами. Во многих случаях горизонт добычи непродолжителен, означая лишь ограниченные возможности для преобразования непредвиденных доходов от ресурсов в достижения в области развития¹. В то же время попытка сделать слишком много и слишком быстро создает свои проблемы.

Трудности носят отчасти аналитический характер. Традиционная рекомендация, на базе гипотезы постоянного дохода (ГПД), заключается в сбережении большей части доходов от ресурсов в Фонде национального благосостояния, состоящего из приносящих низкие доходы финансовых активов (например, Davis and others, 2001; Barnett and Ossowski, 2003; Bems and de Carvalho Filho, 2011). Это помогает сохранить запасы ресурсов, обеспечить справедливость распределения между поколениями и поддерживать стабильность.

Вместе с тем данный подход не учитывает более долгосрочные потребности развития в этих испытывающих недостаток капитала странах с ограниченным доступом к кредиту. Вышеприведенный анализ обычно сочетает ГПД с предпосылкой об открытости счета операций с капиталом и прибыли на капитал (включая государственный), равной мировым процентным ставкам. Многочисленные эмпирические данные, однако, указывают на возможное значительное превышение нормой прибыли на государственные капитальные инвестиции в СНД мировых процентных ставок². Из-за ограниченного доступа к мировым рынкам капитала и слабых внутренних налоговых систем СНД, возможно, не могут воспользоваться этой возможностью до бумажного экспорта природных ресурсов. Несколько исследований с применением моделей с инвестициями действительно показали, что сосредоточенные на раннем

этапе продуктивные государственные инвестиции могут быть оптимальными (Takizawa, Gardner, and Ueda, 2004; van der Ploeg and Venables, 2011; Araujo and others, 2012).

Несмотря на теоретическую привлекательность инвестирования СНД их дохода от ресурсов, данные за прошлые периоды обычно не подтверждают идею, согласно которой изобилие природных ресурсов способствует экономическому росту — так называемое проклятие природных ресурсов³. Например, опыт четырех стран Латинской Америки (Боливии, Венесуэлы, Мексики и Эквадора) в 1970-х годах не показывает очевидных эффектов на стороне предложения за пределами периода непредвиденных ресурсных доходов (Sachs and Warner, 1999).

Все это говорит о том, что СНД следует стремиться инвестировать доходы от ресурсов, но делать это осторожно. Ввиду изменчивого характера цен на биржевые товары, расходование доходов от ресурсов по мере их получения предполагает весьма волатильную траекторию государственных расходов, которая усугубляет экономическую нестабильность и затрудняет эффективную реализацию инвестиционных планов. Кроме того, расходование крупных сумм непредвиденных доходов в иностранной валюте в стране может привести к повышению реального курса, от которого может пострадать сектор внешнеторговых товаров («голландский синдром»). Поскольку СНД часто страдают от слабого управления и узких мест производства, увеличение государственных инвестиций, вероятно, также столкнется с неэффективностью, связанной как с преобразованием доходов от ресурсов в государственный капитал, так и ограниченными возможностями освоения средств.

Для решения этих потенциальных проблем в работе Berg and others (готовится к печати) предлагается метод «устойчивого инвестирования», который предусматривает сбережение в инвестиционном фонде части дохода от ресурсов и любого увеличения налоговых

Автор настоящей вставки — Сьюзен Ян.

¹Например, Гана приступила к добыче нефти в 2011 году и ожидается, что ее недавно открытые резервы истощатся в начале 2020 годов (прогнозы персонала МВФ).

²Например, медианное значение годовой нормы прибыли по всем проектам Всемирного банка повысилось с примерно 12 процентов в 1987–1988 годах до 24 процентов в 2005–2007 годах (World Bank, 2010).

³Как наблюдалось в работе van der Ploeg (2011), несмотря на наличие средней отрицательной корреляции между экономическим ростом и долей природных ресурсов в экспорте страны, многие страны, такие как Ботсвана и Чили избежали этого проклятия.

Вставка 4.2 (окончание)

поступлений, не связанных с ресурсами⁴. Государственные инвестиции увеличиваются постепенно, в соответствии с институциональными возможностями и ограниченными возможностями освоения средств. Этот подход может свести к минимуму последствия изменчивых цен на биржевые товары для внутренней экономики, смягчить эффекты «голландского синдрома» и снизить издержки, связанные с ограниченными возможностями освоения средств. Когда масштаб наращивания инвестиций выходит за рамки стоимости аннуитета инвестиционного фонда, необходимы дальнейшие бюджетные корректировки. Этот подход фактически сохраняет богатство, находившееся в форме истощаемых природных ресурсов, в виде государственного капитала, ко-

⁴В работе Collier and others (2010) также предлагаются инвестиции через фонд национальной ликвидности, который в основном призван выравнять динамику государственных инвестиций с использованием доходов от ресурсов. Создание отдельного фонда можно считать интеллектуальной конструкцией для выявления динамики надлежущей налогово-бюджетной политики. На практике, хотя институциональные факторы могут служить аргументом против фрагментации в виде отдельного фонда, анализ траектории государственных сбережений и расходов останется в силе.

торый может повысить производительность производства в частном секторе. Поскольку уровень потребления также устойчиво повышается, этот подход в целом не противоречит принципу ГПД.

Недавний опыт в СНГ подсказывает, что подавляющее большинство не придерживалось подхода на основе ГПД к управлению доходами от природных ресурсов (см. приложение II в работе Baunsgaard and others, готовится к печати). Например, во время недавнего резкого повышения цен на нефть финансируемые за счет внутренних ресурсов капиталовложения в Чаде повысились с 2,1 процента ВВП без учета нефти в 2003 году до 12,6 процента в 2008–2010 годах (IMF, 2011b). В Тимор-Леште, с другой стороны, придерживались подхода на основе ГПД в течение продолжительного времени. Начав добывать нефть в начале 2000 года, страна накопила значительный нефтяной фонд, достигший 886 процентов ВВП без учета нефти в 2011 году (IMF, 2012). Капитальные расходы оставались на низком уровне до 2011 года, но недавно правительство приступило к реализации плана стратегического развития, включающий значительные расходы на инфраструктуру, которые будут частично финансироваться за счет изъятия средств из нефтяного фонда.

Литература

- Abbas, S. M. Ali, Nazim Belhocine, Asmaa A. ElGanainy, and Mark A. Horton, 2010, "A Historical Public Debt Database," IMF Working Paper 10/245 (Washington: International Monetary Fund).
- Adler, Gustavo, and S. Sebastián Sosa, 2011, "Commodity Price Cycles: The Perils of Mismanaging the Boom," IMF Working Paper 11/283 (Washington: International Monetary Fund).
- Araujo, Juliana, Bin Grace Li, Marcos Poplawski-Ribeiro, and Luis-Felipe Zanna, 2012, "Current Account Norms in Natural Resource Rich and Capital Scarce Economies" (unpublished; Washington: International Monetary Fund).
- Barnett, Steven, and Rolando Ossowski, 2003, "Operational Aspects of Fiscal Policy in Oil-Producing Countries," in *Fiscal Policy Formulation and Implementation in Oil-Producing Countries*, ed. by Jeffrey M. Davis, Rolando Ossowski, and Annalisa Fedelino (Washington: International Monetary Fund).
- Barsky, Robert B., and Lutz Kilian, 2002, "Do We Really Know That Oil Caused the Great Stagflation? A Monetary Alternative," *NBER Macroeconomics Annual 2001*, pp. 137–83.
- Batini, Nicoletta, and Douglas Laxton, 2005, "Under What Conditions Can Inflation Targeting Be Adopted? The Experience of Emerging Markets," paper presented at "Monetary Policy Under Inflation Targeting," Ninth Annual Conference of the Central Bank of Chile (Santiago), October 20–21.
- Baunsgaard, M. Thomas, Mauricio Villafuerte, M. Marcos Poplawski-Ribeiro, and C. Christine Richmond, forthcoming, "Fiscal Frameworks for Natural-Resource-Intensive Developing Countries," IMF Staff Discussion Note (Washington: International Monetary Fund).
- Beidas-Strom, Samya, 2011, "Economic Policy Spillovers: Saudi Arabia in the Global Economy," Chapter 6 in *Gulf Cooperation Council Countries: Enhancing Economic Outcomes in an Uncertain Global Economy*, ed. by Samya Beidas-Strom, Tobias N. Rasmussen, and David O. Robinson (Washington: International Monetary Fund), pp. 81–93.
- Bems, Rudolfs, and Irineu de Carvalho Filho, 2011, "The Current Account and Precautionary Savings for Exporters of Exhaustible Resources," *Journal of International Economics*, Vol. 84, No. 1, pp. 48–64.
- Berg, Andrew, Rafael Portillo, Susan Yang, and Luis-Felipe Zanna, forthcoming, "Public Investment in Resource Abundant, Low-Income Countries," IMF Working Paper (Washington: International Monetary Fund).
- Bond, Marion E., 1987, "An Econometric Study of Primary Commodity Exports from Developing Country Regions to the World," *IMF Staff Papers*, Vol. 34, No. 2, pp. 199–227.
- Broda, Christian, 2004, "Terms of Trade and Exchange Rate Regimes in Developing Countries," *Journal of International Economics*, Vol. 63, No. 1, pp. 31–58.
- Cashin, Paul, C. John McDermott, and Alasdair Scott, 2002, "Booms and Slumps in World Commodity Prices," *Journal of Development Economics*, Vol. 69, No. 1, pp. 277–96.
- Céspedes, Luis Felipe, and Andrés Velasco, 2011, "Was This Time Different? Fiscal Policy in Commodity Republics," BIS Working Paper No. 365 (Basel: Bank for International Settlements).
- Chen, Yu-Chin, Kenneth S. Rogoff, and Barbara Rossi, 2010, "Can Exchange Rates Forecast Commodity Prices?" *Quarterly Journal of Economics*, Vol. 125, No. 3, pp. 1145–94.
- Chinn, Menzie, and Hiro Ito, 2006, "What Matters for Financial Development? Capital Controls, Institutions, and Interactions," *Journal of Development Economics*, Vol. 81, No. 1, pp. 163–92.
- , 2008, "A New Measure of Financial Openness," *Journal of Comparative Policy Analysis*, Vol. 10, No. 3, pp. 307–20.
- Collier, Paul, and Benedikt Goderis, 2007, "Commodity Prices, Growth, and the Natural Resource Curse: Reconciling a Conundrum," CSAE Working Paper No. 2007–15 (Oxford: University of Oxford, Center for the Study of African Economies).
- Collier, Paul, Frederick van der Ploeg, Michael Spence, and Anthony J. Venables, 2010, "Managing Resource Revenues in Developing Economies," *IMF Staff Papers*, Vol. 57, No. 1, pp. 84–118.
- Davis, Jeffrey, Rolando Ossowski, James Daniel, and Steven Barnett, 2001, *Stabilizing and Saving Funds for Non-Renewable Resources: Experience and Fiscal Policy Implications*, IMF Occasional Paper No. 205 (Washington: International Monetary Fund).
- Deaton, Angus, 1999, "Commodity Prices and Growth in Africa," *Journal of Economic Perspectives*, Vol. 13, No. 3, pp. 23–40.
- , and Guy Laroque, 1992, "On the Behaviour of Commodity Prices," *Review of Economic Studies*, Vol. 59, No. 1, pp. 1–23.
- De Gregorio, José, Hermann González, and Felipe Jaque, 2005, "Fluctuations in the Dollar, Copper Price, and Terms of Trade," Working Paper No. 310 (Santiago: Central Bank of Chile).
- De Gregorio, José, and Felipe Labbé, 2011, "Copper, the Real Exchange Rate, and Macroeconomic Fluctuations in Chile," in *Beyond the Curse: Policies to Harness the Power of Natural Resources*, ed. by Rabah Arezki, Amadou N. R. Sy, and Thorvaldur Gylfason (Washington: International Monetary Fund).

- Demirel, Ufuk Devrim, 2010, "Macroeconomic Stabilization in Developing Economies: Are Optimal Policies Pro-cyclical?" *European Economic Review*, Vol. 54, No. 3, pp. 409–28.
- Eissa, Nada, and Hilary Williamson Hoynes, 2004, "Taxes and the Labor Market Participation of Married Couples: The Earned Income Tax Credit," *Journal of Public Economics*, Vol. 88, Nos. 9–10, pp. 1931–58.
- Erten, Bilge, and José Antonio Ocampo, 2012, "Super-Cycles of Commodity Prices Since the Mid-Nineteenth Century," DESA Working Paper No. 110 (New York: United Nations Department of Economic and Social Affairs, February).
- Eyzaguirre, Nicolás, Martín Kaufman, Steven Phillips, and Rodrigo Valdés, 2011, "Managing Abundance to Avoid a Bust in Latin America," IMF Staff Discussion Note 11/07 (Washington: International Monetary Fund).
- Feenstra, Robert, Robert Lipsey, Haiyan Deng, Alyson Ma, and Hengyong Mo, 2005, "World Trade Flows: 1962–2000," NBER Working Paper No. 11040 (Cambridge, Massachusetts: National Bureau of Economic Research).
- Frankel, Jeffrey, 2011, "How Can Commodity Exporters Make Fiscal and Monetary Policy Less Pro-Cyclical?" Harvard Kennedy School Faculty Research Working Paper No. 11-015 (Cambridge, Massachusetts: Harvard Kennedy School).
- Hamilton, James D., 2011, "Historical Oil Shocks," in *Handbook of Major Events in Economic History*, ed. by Randall E. Parker and Robert M. Whaples (New York: Routledge).
- Harding, Don, and Adrian Pagan, 2002, "Dissecting the Cycle: A Methodological Investigation," *Journal of Monetary Economics*, Vol. 49, No. 2, pp. 365–81.
- Heap, Alan, 2005, *China—The Engine of a Commodities Super-Cycle* (New York: Citigroup Smith Barney).
- Heenan, Geoffrey, Marcel Peter, and Scott Roger, 2006, "Implementing Inflation Targeting: Institutional Arrangements, Target Design, and Communications," IMF Working Paper 06/278 (Washington: International Monetary Fund).
- Husain, Aasim M., Kamilya Tazhibayeva, and Anna Ter-Martirosyan, 2008, "Fiscal Policy and Economic Cycles in Oil-Exporting Countries," IMF Working Paper 08/253 (Washington: International Monetary Fund).
- Ilzetzki, Ethan, Carmen M. Reinhart, and Kenneth S. Rogoff, 2008, "The Country Chronologies and Background Material to Exchange Rate Arrangements in the 21st Century: Which Anchor Will Hold?" (unpublished; College Park, Maryland: University of Maryland).
- International Monetary Fund (IMF), 2009, "Fiscal Rules—Anchoring Expectations for Sustainable Public Finances," SM/09/274 (Washington). blog-pfm.imf.org/files/paper.pdf
- , 2010, "Emerging from the Global Crisis: Macroeconomic Challenges Facing Low-Income Countries," Policy Paper (Washington).
- , 2011a, *Managing Global Growth Risks and Commodity Price Shocks—Vulnerabilities and Policy Challenges for Low-Income Countries*, Policy Paper (Washington).
- , 2011b, *Chad: Staff Report for the 2011 Article IV Consultation*, IMF Country Report No. 11/302 (Washington).
- , 2012, *Democratic Republic of Timor-Leste: 2011 Article IV Consultation*, IMF Country Report No. 12/24 (Washington).
- Kaminsky, Graciela L., 2010, "Terms of Trade Shocks and Fiscal Cycles," NBER Working Paper No. 15780 (Cambridge, Massachusetts: National Bureau of Economic Research).
- Keane, Michael P., 2010, "Labor Supply and Taxes: A Survey," Working Paper No. 160 (Sydney: University of Technology, School of Finance and Economics).
- Kilian, Lutz, 2009, "Not All Oil Price Shocks Are Alike: Disentangling Demand and Supply Shocks in the Crude Oil Market," *American Economic Review*, Vol. 99, No. 3, pp. 1053–69.
- Kilian, Lutz, and Dan Murphy, 2010, "The Role of Inventories and Speculative Trading in the Global Market for Crude Oil," CEPR Discussion Paper No. 7753 (London: Centre for Economic Policy Research).
- Kilian, Lutz, Alessandro Rebucci, and Nikola Spatafora, 2009, "Oil Shocks and External Balances," *Journal of International Economics*, Vol. 77, No. 2, pp. 181–94.
- Kumhof, Michael, and Douglas Laxton, 2009a, "Fiscal Deficits and Current Account Deficits," IMF Working Paper 09/237 (Washington: International Monetary Fund).
- , 2009b, "Simple, Implementable Fiscal Policy Rules," IMF Working Paper 09/76 (Washington: International Monetary Fund).
- , 2010, "Chile's Structural Fiscal Surplus Rule: A Model-Based Evaluation," *Journal Economía Chilena* (The Chilean Economy), Vol. 13, No. 3, pp. 5–32.
- , Dirk Muir, and Susanna Mursula, 2010, "The Global Integrated Monetary Fiscal Model (GIMF)—Theoretical Structure," IMF Working Paper No. 10/34 (Washington: International Monetary Fund).
- Laeven, Luc, and Fabian Valencia, 2008, "Systemic Banking Crises: A New Database," IMF Working Paper No. 08/224 (Washington: International Monetary Fund).
- , 2010, "Resolution of Banking Crises: The Good, the Bad, and the Ugly," IMF Working Paper 10/146 (Washington: International Monetary Fund).
- Medas, Paulo, and Daria Zakharova, 2009, "A Primer on Fiscal Analysis in Oil-Producing Countries," IMF Working Paper 09/56 (Washington: International Monetary Fund).

- Medina, Leandro, 2010, "The Dynamic Effects of Commodity Prices on Fiscal Performance in Latin America," IMF Working Paper 10/192 (Washington: International Monetary Fund).
- Ossowski, Rolando, Mauricio Villafuerte, Paolo A. Medas, and Theo Thomas, 2008, *Managing the Oil Revenue Boom: The Role of Fiscal Institutions*, IMF Occasional Paper No. 260 (Washington: International Monetary Fund).
- Radetzki, Marian, 2006, "The Anatomy of Three Commodity Booms," *Resources Policy*, Vol. 31, No. 1, pp. 56–64.
- Rafiq, M. Sohrab, 2011, "Sources of Economic Fluctuations in Oil-Exporting Economies: Implications for Choice of Exchange Rate Regimes," *International Journal of Finance and Economics*, Vol. 16, No. 1, pp. 70–91.
- Roger, Scott, 2010, "Inflation Targeting Turns 20," *Finance & Development*, Vol. 47, No. 1, pp. 46–49.
- Sachs, Jeffrey D., and Andrew M. Warner, 1999, "The Big Push, Natural Resource Booms and Growth," *Journal of Development Economics*, Vol. 59, No. 1, pp. 43–76.
- Smith, C. Wayne, and J. Tom Cothren, eds., 1999, *Cotton: Origin, History, Technology, and Production* (New York: Wiley).
- Snudden, Stephen, forthcoming, "Designing Fiscal Rules for Oil-Exporting Countries," IMF Working Paper (Washington: International Monetary Fund).
- Takizawa, Hajime, Edward Gardner, and Kenichi Ueda, 2004, "Are Developing Countries Better Off Spending Their Oil Wealth Upfront?" IMF Working Paper 04/141 (Washington: International Monetary Fund).
- van der Ploeg, Frederick, 2011, "Natural Resources: Curse or Blessing?" *Journal of Economic Literature*, Vol. 49, No. 2, pp. 366–420.
- , and Anthony J. Venables, 2011, "Harnessing Windfall Revenues: Optimal Policies for Resource-Rich Developing Economies," *Economic Journal*, Vol. 121, No. 551, pp. 1–30.
- Venables, Anthony J., 2010, "Economic Geography and African Development," *Papers in Regional Science*, Vol. 89, No. 3, pp. 469–83.
- Wellman, Frederick L., 1961, *Coffee: Botany, Cultivation, and Utilization* (London: Leonard Hill, and New York: Interscience Publishers).
- World Bank, 2010, *Cost-Benefit Analysis in World Bank Projects* (Washington).

ОБСУЖДЕНИЕ ПЕРСПЕКТИВ НА ЗАСЕДАНИИ ИСПОЛНИТЕЛЬНОГО СОВЕТА МВФ, МАРТ 2012 ГОДА

Приводимые ниже замечания были изложены исполняющим обязанности председателя по завершении обсуждения Исполнительным советом «Перспектив развития мировой экономики» 30 марта 2012 года

Исполнительные директора отметили, что глобальные перспективы вновь постепенно улучшаются, но экономический подъем остается трудным, и баланс рисков остается прочно смещенным в сторону снижения темпов. Повышение экономической активности в США и принимаемые меры политики в зоне евро снизили угрозу резкого глобального замедления экономического роста. Однако недавнее улучшение ситуации является крайне непрочным, и многие суверенные органы и банки продолжают испытывать сильное давление. Текущая спокойная обстановка дает разработчикам политики прекрасную возможность наконец справиться с кризисом. Разработчики политики должны продолжить проведение фундаментальных изменений, необходимых для достижения долговременной стабильности, что является необходимым условием для прочного экономического роста в среднесрочной перспективе. Поскольку в странах с развитой экономикой сохраняется крупный разрыв между фактическим и потенциальным объемом производства, в краткосрочной перспективе меры политики должны быть также нацелены на оказание поддержки по-прежнему слабому экономическому росту.

Директора согласились с тем, что в странах с развитой экономикой, вероятно, возобновится слабый экономический подъем, и ожидается, что в большинстве стран с формирующимся рынком и развивающихся странах будет сохраняться относительно прочная экономическая активность. Тем не менее, прогнозы экономического роста для большинства регионов были понижены в сравнении с прогнозами в сентябрьском выпуске «Перспективы развития мировой экономики» 2011 года, в основном из-за отрицательных последствий ухудшения положения суверенных органов и банковского сектора в зоне евро. На 2012 год по-прежнему прогнозируется, что зона евро войдет в «мягкую» рецессию. Темпы создания новых рабочих мест, вероятно, будут

оставаться вялыми. В случае стран с формирующимся рынком и развивающихся стран на 2012 год также прогнозируется замедление экономического роста, но ожидается его новое ускорение в 2013 году, которое будет поддержано смягчением макроэкономической политики и усилением внешнего спроса.

Директора отметили, что недавние меры политики сыграли важную роль в стабилизации финансовых рынков в зоне евро. Однако они предупредили о том, что суверенные риски остаются повышенными и сохраняется давление на европейские банки, в том числе в результате суверенных рисков, слабого экономического роста в зоне евро, высоких потребностей в пролонгации кредитов и необходимости укрепления запасов капитала. В совокупности это давление обусловило более широкое стремление к сокращению балансов активов и обязательств. Хотя в значительной степени сокращение доли заемных средств, которое должно быть проведено банками в зоне евро, вероятно, примет форму образования капитала и продажи ценных бумаг и других непрофильных активов, оно может частично привести к уменьшению предложения кредита реальной экономике. Директора согласились с тем, что в то время как дальнейшее сужение балансов европейских банков является положительным фактором, продолжают вызывать обеспокоенность потенциальные негативные последствия одновременного крупномасштабного сокращения доли заемных средств.

Директора в целом согласились с тем, что наибольшую обеспокоенность на ближайшую перспективу вызывает возможность повторного усиления кризиса в зоне евро, что вызовет более широкое «бегство от риска» и неупорядоченное сокращение доли заемных средств европейскими банками. Они отметили имитационные расчеты персонала МВФ, которые показывают, что возобновление трудностей с доступом к финансированию, сравнимых с ситуацией осени 2011 года, может существенно сказаться на предложении кредита в зоне евро и других регионах.

Директора подчеркнули, что сохраняются и другие крупные риски ухудшения ситуации. Геополитическая неопределенность может вызвать резкий рост цен на нефть. Чрезмерно жесткая макроэкономическая политика может привести другую крупную экономику в состояние устойчивой дефляции. Дополнительные риски включают нарушения в работе глобальных рынков облигаций и валютных рынков при неожиданном росте процентных ставок в результате высокого дефицита бюджетов и задолженности, а также быстрое замедление экономической активности в некоторых странах с формирующимся рынком. Однако темпы роста могут также превзойти прогнозы, если продолжится улучшение политики и ослабление финансовых условий и геополитической напряженности.

Директора согласились с тем, что разработчики политики в Европе должны воспользоваться недавним прогрессом и улучшением ситуации на рынках для продолжения согласованных реформ и завершения принятых мер политики. Ключевым приоритетом на ближайшую перспективу является создание надлежащей прочной и заслуживающей доверия системы защиты от кризиса в Европе для предотвращения «эффекта цепной реакции». Дальнейший прогресс в области реструктуризации и урегулирования проблем банков должен дополнить проводимое увеличение капитала банков и создание резервов. Не менее важными являются широкие институциональные реформы для устранения «конструктивных недостатков» экономических и валютных союзов, способствовавших кризису, включая меры политики для продолжения интеграции при упрочнении финансовой стабильности. Что касается макроэкономической политики, то имеет место достаточная бюджетная консолидация, и темпы реализации планов краткосрочной бюджетной корректировки должны быть приведены в соответствие с задачей не допустить излишнего давления на спрос в краткосрочной перспективе, не подрывая бюджетной устойчивости. Поскольку в текущих условиях низкого экономического роста бюджетные мультипликаторы, вероятно, являются повышенными, постепенная, но стабильная корректировка предпочтительнее принятию большей части мер на начальном этапе, если это позволяют финансовые условия. Учитывая перспективы крайне низкой внутренней инфляции, директивные ставки должны быть понижены, где это целесообразно, а нетрадиционные методы поддержки должны быть сохранены или расширены, когда некоторые рынки начинают испытывать особо сильное давление.

Директора отметили, что в США и Японии по-прежнему существует настоятельная необходимость в проведении сильной и устойчивой бюджетной консолидации в среднесрочной перспективе. Кроме того, в Японии может потребоваться дальнейшее ослабление денежно-кредитных условий для решения поставленной задачи по инфляции в среднесрочной перспективе. Большее ослабление политики также потребует в США, если возникнет угроза неудовлетворительного уровня экономической активности. В целом, учитывая перспективы низкого экономического роста в ведущих странах, те страны, которые обладают простором для маневра в налогово-бюджетной политике, могут пересмотреть темпы проведения консолидации. Другие должны допустить беспрепятственное срабатывание автоматических стабилизаторов, пока они способны без труда финансировать более высокие уровни дефицита. Однако ключевой предпосылкой устойчивого роста остается перевод государственных финансов на более прочную основу в среднесрочной перспективе. В условиях высокой неопределенности особенно необходимы широкие упреждающие стратегии связи для усиления уверенности и укрепления доверия.

Директора подчеркнули, что за рамками среднесрочной перспективы перед странами с развитой экономикой стоит задача улучшить существующие слабые перспективы экономического роста на среднесрочный период. Реформа в финансовом секторе призвана устранить многие недостатки, которые выявил финансовый кризис, включая проблемы, связанные с организациями, которые считаются слишком большими или слишком сложными, чтобы можно было допустить их банкротство, а также с теневой банковской системой и трансграничным сотрудничеством между банками и органами надзора. Прогресс в выработке и осуществлении заслуживающих доверия среднесрочных планов корректировки ускоряется, но предстоит проделать еще большую работу, в том числе в странах с крупнейшей экономикой. Реформа программ социальных пособий наравне с новыми усилиями, направленными на укрепление основ государственных финансов, играет важную роль как способ существенно сократить будущие расходы, не подрывая в значительной степени текущий спрос, и может помочь восстановить доверие рынков к устойчивости государственных финансов. В целом ряде областей должны быть также проведены структурные реформы, ориентированные на повышение темпов роста.

Директора отметили, что ключевой задачей для стран с формирующимся рынком и развивающихся стран на краткосрочную перспективу является надлежащая калибровка мер макроэкономической политики для преодоления существенных рисков снижения темпов роста относительно прогноза, которые исходят от стран с развитой экономикой, при сохранении контроля над опасностью перегрева экономики, исходящей от высокой экономической активности, быстрого роста кредитования и возобновившихся рисков со стороны цен на энергоносители. Необходимые ответные меры будут различаться. Внимание стран, которые в целом нормализовали макроэкономическую политику, в краткосрочной перспективе должно быть сосредоточено на мерах, принимаемых в ответ на негативные вторичные эффекты, снижение внешнего спроса со стороны стран с развитой экономикой и колебания потоков капитала. Другим странам следует продолжить восстановление пространства для маневра в проведении макроэкономической политики, которое сократилось в 2008–2009 годах, а также усилить свою пруденциальную политику и системы. Более медленные темпы бюджетной корректировки, предусматриваемые в 2012 году в странах с формирующимся рынком, являются уместными в контексте более слабого экономического роста и относительно прочных бюджетных позиций этих стран. Разработчики денежно-кредитной политики должны внимательно следить за тем, чтобы рост цен на нефть не привел к более широкому инфляционному давлению, а налогово-бюджетная политика должна ограничивать ущерб для баланса государственного сектора путем предоставления субсидий только наиболее уязвимым домашним хозяйствам.

Директора согласились, что последние события говорят о том, что не ожидается дальнейшего уве-

личения мировых дисбалансов счетов текущих операций, после того как они сократились во время Великой рецессии. Это во многом связано с тем, что чрезмерный рост потребления, который до кризиса был характерен для стран с крупным дефицитом счетов внешних операций, остановился и не был компенсирован более высоким потреблением в странах с профицитом. Соответственно, в глобальной экономике произошло сокращение спроса и темпов роста во всех регионах относительно периода быстрого роста перед кризисом. Перебалансирование активности в основных странах с профицитом для обеспечения более высокого потребления, поддержанного более рыночными обменными курсами, поможет укрепить их перспективы, а также перспективы остальных стран мира.

Директора подчеркнули, что одними мерами жесткой экономии не преодолеть экономические проблемы ведущих стран с развитой экономикой. Меры политики должны быть также направлены на облегчение корректировки и более целенаправленное решение коренных проблем (слабость секторов домашних хозяйств в США и суверенных органов в зоне евро) путем привлечения ресурсов сравнимых стран с более сильными позициями. Разработчики политики должны предостерегать от завышения рисков, связанных с нетрадиционными мерами денежно-кредитной поддержки, что может ограничивать простор для маневра в политике центральными банками. Хотя нетрадиционные меры политики не могут подменить собой фундаментальные реформы, они могут ограничить риск попадания еще одной ведущей экономики в ловушку долга-дефляции, что может серьезно ухудшить перспективы для более эффективной политики и более высокого глобального экономического роста.

В статистическом приложении представлены данные за прошлые периоды, а также прогнозы. Приложение состоит из пяти разделов: «Исходные предположения», «Новое», «Данные и правила», «Классификация стран» и «Статистические таблицы».

Резюме исходных предположений, лежащих в основе оценок и прогнозов на 2012–2013 годы и среднесрочного сценария на 2014–2017 годы, приводится в первом разделе. Во втором разделе представлено краткое описание изменений в базе данных и статистических таблицах. В третьем разделе приводится общая характеристика данных и правил, использованных для расчета составных показателей по страновым группам. Классификация стран, входящих в различные группы, которые представлены в издании «Перспективы развития мировой экономики», приведена в четвертом разделе.

Последний, основной, раздел содержит статистические таблицы (статистическое приложение А приводится здесь; со статистическим приложением В на английском языке можно ознакомиться на веб-сайте). Данные в этих таблицах составлены на основе имевшейся информации по начало апреля 2012 года. Показатели за 2012 год и последующие периоды приводятся с той же степенью точности, что и показатели за прошлые периоды, исключительно для удобства; это не означает аналогичной степени их достоверности, так как они представляют собой прогнозы.

Исходные предположения

Предполагается, что реальные эффективные валютные курсы стран с развитой экономикой останутся постоянными на их средних уровнях за период с 13 февраля по 12 марта 2012 года. Применительно к 2012 и 2013 году это означает, что средние курсы пересчета доллара США в СДР составят 1,543 и 1,544, курсы пересчета доллара США в евро — 1,315 и 1,316, а курсы пересчета иены в доллар США — 79,7 и 79,9, соответственно.

Средняя цена на нефть, как предполагается, составит в среднем 114,71 доллара США за баррель в 2012 году и 110,00 доллара США за баррель в 2013 году.

Предполагается, что власти стран будут продолжать проводить действующие меры экономической

политики. Более конкретные предположения относительно мер политики, лежащие в основе прогнозов по отдельным странам, приведены во вставке А1.

В отношении процентных ставок предполагается, что средняя ставка предложения на Лондонском межбанковском рынке (ЛИБОР) по шестимесячным депозитам в долларах США составит 0,7 процента в 2012 году и 0,8 процента в 2013 году, средняя ставка по трехмесячным депозитам в евро составит 0,8 процента в 2012 и 2013 годах, а средняя ставка по шестимесячным депозитам в японских иенах составит 0,6 процента в 2012 году и 0,1 процента в 2013 году.

Что касается введения евро, Совет Европейского союза 31 декабря 1998 года принял решение об установлении с 1 января 1999 года нижеследующих не подлежащих изменению фиксированных курсов пересчета между евро и валютами государств-членов, принимающих евро.

1 евро =	13,7603	австрийских шиллингов
=	40,3399	бельгийских франков
=	0,585274	кипрских фунтов ¹
=	1,95583	немецких марок
=	15,6466	эстонских крон ²
=	5,94573	финских марок
=	6,55957	французских франков
=	340,750	греческих драхм ³
=	0,787564	ирландских фунтов
=	1,936,27	итальянских лир
=	40,3399	люксембургских франков
=	0,42930	мальтийских лир ¹
=	2,20371	нидерландских гульденов
=	200,482	португальских эскудо
=	30,1260	словацких крон ⁴
=	239,640	словенских толаров ⁵
=	166,386	испанских песет

¹Установлен 1 января 2008 года.

²Установлен 1 января 2011 года.

³Установлен 1 января 2001 года.

⁴Установлен 1 января 2009 года.

⁵Установлен 1 января 2007 года.

Подробная информация об этих курсах пересчета приведена во вставке 5.4 октябрьского выпуска 1998 года «Перспектив развития мировой экономики».

Новое

- Как и в сентябрьском выпуске «Перспектив развития мировой экономики» 2011 года, данные по бюджету и внешнему долгу за 2011 год и последующие периоды Ливии не включаются в связи с неопределенной политической ситуацией.
- Данные по Сирийской Арабской Республике не включаются за 2011 год и последующие периоды в связи с неопределенной политической ситуацией.
- Как и в сентябрьском выпуске «Перспектив развития мировой экономики» 2011 года, в данные по Судану не включен Южный Судан после 9 июля. Прогнозы на 2012 год и последующие периоды относятся к Судану в его нынешних границах.
- Начиная с апрельского выпуска «Перспектив развития мировой экономики» 2012 года, больше не приводятся данные по запасам резервов, ранее находившиеся в таблице A15 «Статистического приложения». Данные за прошлые периоды по резервам конкретных стран см. в «Международной финансовой статистике» МВФ.

Данные и правила

Данные и прогнозы по экономике 184 стран составляют статистическую основу «Перспектив развития мировой экономики» (база данных ПРМЭ). Данные ведутся совместно Исследовательским департаментом МВФ и территориальными департаментами, причем последние регулярно обновляют страновые прогнозы на основе согласованных исходных предположений о развитии мировой экономики.

При том что основными поставщиками данных за прошлые периоды и определений являются национальные статистические ведомства, международные организации также участвуют в решении статистических вопросов с целью гармонизации методологий составления национальной статистики, включая аналитические основы, концепции, определения, классификации и процедуры стоимостной оценки, используемые при составлении экономической статистики. База данных ПРМЭ отражает информацию, поступающую как от национальных ведомств, так и от международных организаций.

Макроэкономические данные большинства стран, представленные в «Перспективах развития мировой экономики», в целом соответствуют варианту «Системы национальных счетов» (СНС) 1993 года.

Статистические стандарты МВФ по секторам, «Руководство по платежному балансу, пятое издание», (РПБ5) «Руководство по денежно-кредитной и финансовой статистике» (РДФС 2000 года) и «Руководство по статистике государственных финансов 2001 года» (РСГФ 2001 года), приведены в соответствии с СНС 1993 года. Эти стандарты отражают особый интерес МВФ к внешнеэкономическим позициям стран, стабильности финансового сектора и состоянию бюджета государственного сектора. Процесс согласования данных отдельных стран с новыми стандартами по-настоящему начинается с выпуска этих руководств. При этом обеспечение полного соответствия с ними, в конечном счете, зависит от предоставления составителями национальной статистики пересмотренных данных по странам, поэтому оценки, приводимые в «Перспективах развития мировой экономики», лишь частично согласованы с этими руководствами. Тем не менее, для многих стран влияние перехода на обновленные стандарты на основные сальдо и агрегаты будет незначительным. Многие другие страны частично приняли последние стандарты и продолжают внедрение в течение нескольких лет.

В соответствии с рекомендациями СНС 1993 года ряд стран постепенно отказались от традиционного метода расчета реальных уровней макроэкономических переменных и темпов роста на основе фиксированного базисного года, перейдя к методу исчисления агрегированных темпов роста на основе цепных индексов. Метод цепных индексов предусматривает частое обновление весов цен и показателей объема. Он позволяет странам более точно измерять рост ВВП, уменьшая или устраняя смещение вниз рядов данных физического объема, построенных на значениях индекса, которые позволяют получить средние значения компонентов объема при помощи весовых коэффициентов года в умеренно отдаленном прошлом.

Составные данные по страновым группам в «Перспективах развития мировой экономики» представляют собой либо суммарные значения, либо средневзвешенные данные по отдельным странам. Если не указано иное, средние значения темпов роста за несколько лет представлены как сложные годовые коэффициенты изменений¹. Арифметические взвешенные средние исполь-

¹Средние значения реального ВВП и его компонентов, занятости, ВВП на душу населения, факторной производительности, объемов торговли и цен на биржевые товары рассчитаны на основе сложного годового темпа изменений, за исключением уровня безработицы, который основан на простой арифметической средней.

зуются для всех данных в группе стран с формирующимся рынком и развивающихся стран, кроме инфляции и темпов роста денежной массы, для которых используются геометрические средние. Применяются следующие правила:

- Составные показатели по страновым группам, относящиеся к валютным курсам, процентным ставкам и темпам роста денежно-кредитных агрегатов, взвешены по ВВП, пересчитанному в доллары США по рыночным обменным курсам (средним за предыдущие три года) в отношении к ВВП соответствующей группы.
- Составные показатели по другим данным, относящимся к внутренней экономике, будь то темпы роста или коэффициенты, взвешены по ВВП, оцененному по паритету покупательной способности (ППС) в отношении к ВВП всего мира или соответствующей группы².
- Составные показатели по данным, относящимся к внутренней экономике зоны евро (17 государств-членов в течение всего периода, если не указано иное), представляют собой агрегированные данные из национальных источников, составленные с использованием весов ВВП. Корректировка годовых данных с учетом числа календарных дней не производится. При агрегировании данных до 1999 года применяются обменные курсы европейской валютной единицы 1995 года.
- Составные показатели по налогово-бюджетным данным представляют собой суммы данных по отдельным странам после пересчета в доллары США по средним рыночным обменным курсам в указанные годы.
- Составные уровни безработицы и темпы роста занятости взвешены по численности рабочей силы в процентах от численности рабочей силы в соответствующей группе стран.
- Составные показатели, относящиеся к статистике внешнеэкономического сектора, представляют собой суммы данных по отдельным странам после их пересчета в доллары США по средним рыночным обменным курсам в указанные годы составления данных платежного баланса

²См. вставку А2 в апрельском выпуске «Перспектив развития мировой экономики» 2004 года, в которой приводится краткий обзор пересмотренных весов, основанных на ППС, и приложение IV в выпуске «Перспектив развития мировой экономики» за май 1993 года. См. также работу Anne-Marie Gulde and Marianne Schulze-Ghattas, "Purchasing Power Parity Based Weights for the World Economic Outlook" в серии документов *Staff Studies for the World Economic Outlook* (International Monetary Fund, December 1993), стр. 106–123 (по англ. тексту).

и по рыночным обменным курсам на конец года в случае долга, деноминированного в валютах, отличных от долларов США. При этом составные показатели изменений объемов и цен внешней торговли представляют собой арифметические средние процентных изменений по отдельным странам, взвешенные по стоимости экспорта или импорта в долларах США как отношение к экспорту или импорту всего мира или соответствующей группы (в предшествующем году).

- Если нет других указаний, составные показатели по страновым группам рассчитываются только тогда, когда представлены 90 или более процентов доли весов группы.

Классификация стран

Краткий обзор классификации стран

Классификация стран в издании «Перспективы развития мировой экономики» делит мир на две основные группы: страны с развитой экономикой и страны с формирующимся рынком и развивающиеся страны³. Эта классификация, не основанная на каких-либо строгих экономических или иных критериях, изменялась с течением времени. Цель состоит в том, чтобы облегчить проведение анализа, предоставив пользователям достаточно содержательный метод организации данных. В таблице А представлен обзор классификации стран, показывающий число стран в каждой группе по регионам и обобщающий ряд ключевых показателей их относительного размера (ВВП, стоимость которого оценивается на основе ППС, совокупный экспорт товаров и услуг и численность населения).

Некоторые страны не входят в классификацию стран и, как следствие, не включаются в анализ. Ангилья, Корейская Народно-Демократическая Республика, Куба, Монсеррат и Южный Судан — примеры стран, которые не являются членами МВФ, и поэтому МВФ не ведет мониторинг состояния их экономики. Сан-Марино не включается в группу стран с развитой экономикой, так как по этой стране отсутствует полностью разработанная база данных. Аналогичным образом, Маршалловы Острова, Федеративные Штаты Микронезии, Палау и Сомали

³Используемые здесь термины «страна» и «экономика» не всегда относятся к территориальной единице, которая является государством в значении, принятом в международном праве и международной практике. Здесь включаются некоторые территориальные единицы, которые не являются государствами, но по которым ведутся статистические данные на раздельной и независимой основе.

ли не включены в группу стран с формирующимся рынком и развивающихся стран в связи с ограниченностью данных.

Общие характеристики и структура групп стран в классификации издания «Перспективы развития мировой экономики»

Страны с развитой экономикой

В таблице В перечислены 34 страны с развитой экономикой. Семь крупнейших с точки зрения объема ВВП стран — США, Япония, Германия, Франция, Италия, Соединенное Королевство и Канада — составляют подгруппу *основных стран с развитой экономикой*, часто называемых Группой семи. В качестве подгрупп выделяются также страны-члены зоны евро и новые индустриальные страны Азии. Представленные в таблицах составные показатели по зоне евро охватывают данные по состоящим в ней на сегодняшний день членам за все годы, несмотря на то, что с течением времени число государств-членов увеличивалось.

В таблице С перечислены государства-члены Европейского союза, не все из которых классифицируются как страны с развитой экономикой в «Перспективах развития мировой экономики».

Страны с формирующимся рынком и развивающиеся страны

Группа стран с формирующимся рынком и развивающихся стран (150 стран) включает все страны, которые не относятся к категории стран с развитой экономикой.

Региональная разбивка стран с формирующимся рынком и развивающихся стран: *Центральная и Восточная Европа (ЦВЕ), Содружество Независимых Государств (СНГ), развивающиеся страны Азии, Латинская Америка и Карибский бассейн (ЛАК), Ближний Восток и Северная Африка (БВСА) и Африка к югу от Сахары (АЮС).*

Страны с формирующимся рынком и развивающиеся страны классифицируются также по *аналитическим критериям*. Аналитические критерии отражают структуру экспортных доходов стран и других внешних доходов; различие между странами — чистыми кредиторами и чистыми дебиторами; а также, применительно к странам — чистым дебиторам, финансовые критерии, основанные на источниках внешнего финансирования и состоянии обслуживания долга. Подробная классификация стран

с формирующимся рынком и развивающихся стран по региональным и аналитическим группам показана в таблицах D и E.

Аналитический критерий «по источникам экспортных доходов» подразделяется на категории «топливо» (Международная стандартная торговая классификация — МСТК 3) и «товары, кроме топлива», в которой выделяются «первичные продукты, кроме топлива» (МСТК 0, 1, 2, 4 и 68). Страны относятся к одной из этих категорий, когда на их основной источник экспортных доходов приходится более 50 процентов совокупного экспорта в среднем с 2006 по 2010 год.

В классификации по финансовым критериям выделяются страны — чистые кредиторы, страны — чистые дебиторы и бедные страны с высоким уровнем задолженности (ХИПК). Страны относятся к чистым дебиторам, когда общая сумма их сальдо счета внешних текущих операций с 1972 (или самого раннего года, за который имеются данные) по 2010 год отрицательна. Страны — чистые дебиторы подразделяются далее на основе двух дополнительных финансовых критериев: «официальное внешнее финансирование» и «состояние обслуживания долга»⁴. Страны относятся к категории официального внешнего финансирования, когда 66 или более процентов их совокупной задолженности, в среднем с 2006 по 2010 год, финансируется официальными кредиторами.

Группа ХИПК включает страны, которые, по оценке МВФ и Всемирного банка, отвечают или отвечали критериям для участия в осуществляемой ими инициативе в отношении долга, известной как Инициатива ХИПК и преследующей цель сокращения бремени внешнего долга всех отвечающих критериям ХИПК стран до «экономически приемлемого» уровня в достаточно короткие сроки⁵. Многие из этих стран уже воспользовались облегчением бремени долга и завершили свое участие в этой инициативе.

⁴В 2006–2010 годах 40 стран имели просроченную задолженность по внешним обязательствам или заключили соглашения о реоформлении долга с официальными кредиторами или коммерческими банками. Эта группа стран называется «страны, имевшие просроченную задолженность, и/или страны, реоформившие долг, в период с 2006 по 2010 год».

⁵См. David Andrews, Anthony R. Boote, Syed S. Rizavi, and Sukwinder Singh, *Debt Relief for Low-Income Countries: The Enhanced HIPC Initiative*, IMF Pamphlet Series, No. 51 (Washington: International Monetary Fund, November 1999).

Таблица А. Классификация по страновым группам «Перспектив развития мировой экономики» и их долям в агрегированном ВВП, экспорте товаров и услуг и численности населения, 2011 год¹
(В процентах от общего показателя по соответствующей группе или по всему миру)

	Число стран	ВВП		Экспорт товаров и услуг		Население	
		Страны с развитой экономикой	Весь мир	Страны с развитой экономикой	Весь мир	Страны с развитой экономикой	Весь мир
Страны с развитой экономикой	34	100,0	51,1	100,0	62,4	100,0	14,9
Соединенные Штаты		37,4	19,1	15,3	9,5	30,4	4,5
Зона евро	17	27,9	14,3	41,5	25,9	32,2	4,8
Германия		7,7	3,9	13,1	8,2	8,0	1,2
Франция		5,5	2,8	5,6	3,5	6,2	0,9
Италия		4,6	2,3	4,6	2,9	5,9	0,9
Испания		3,5	1,8	3,3	2,0	4,5	0,7
Япония		11,0	5,6	6,8	4,2	12,5	1,9
Соединенное Королевство		5,6	2,9	5,7	3,5	6,1	0,9
Канада		3,5	1,8	3,9	2,4	3,4	0,5
Другие страны с развитой экономикой	13	14,5	7,4	26,9	16,8	15,4	2,3
<i>Для справки</i>							
Основные страны с развитой экономикой	7	75,3	38,5	54,9	34,2	72,4	10,8
Новые индустриальные страны Азии	4	7,7	3,9	15,3	9,5	8,3	1,2
		Страны с формирующимся рынком и развивающиеся страны	Весь мир	Страны с формирующимся рынком и развивающиеся страны	Весь мир	Страны с формирующимся рынком и развивающиеся страны	Весь мир
Страны с формирующимся рынком и развивающиеся страны	150	100,0	48,9	100,0	37,6	100,0	85,1
Региональные группы							
Центральная и Восточная Европа	14	7,2	3,5	9,2	3,4	3,0	2,6
Содружество Независимых Государств ²	13	8,8	4,3	10,7	4,0	4,9	4,2
Россия		6,2	3,0	6,9	2,6	2,4	2,1
Развивающиеся страны Азии	27	51,2	25,1	42,6	16,0	61,5	52,3
Китай		29,3	14,3	25,1	9,4	23,1	19,6
Индия		11,6	5,7	5,0	1,9	20,7	17,6
Кроме Индии и Китая	25	10,4	5,1	12,6	4,7	17,7	15,1
Латинская Америка и Карибский бассейн	32	17,8	8,7	14,7	5,5	9,9	8,4
Бразилия		5,9	2,9	3,5	1,3	3,3	2,8
Мексика		4,3	2,1	4,4	1,6	1,9	1,7
Ближний Восток и Северная Африка	20	10,0	4,9	17,3	6,5	6,7	5,7
Африка к югу от Сахары	44	5,0	2,5	5,5	2,1	14,0	11,9
Кроме Нигерии и Южной Африки	42	2,5	1,2	2,9	1,1	10,4	8,9
Аналитические группы							
По источникам экспортных доходов							
Топливо	27	17,8	8,7	28,5	10,7	11,5	9,8
Товары, кроме топлива,	123	82,2	40,2	71,5	26,9	88,5	75,3
в том числе первичные продукты	22	2,5	1,2	2,7	1,0	5,1	4,4
По источникам внешнего финансирования							
Страны – чистые дебиторы,	121	48,2	23,6	38,9	14,7	60,7	51,6
в том числе официальное финансирование	29	2,2	1,1	1,5	0,6	8,8	7,5
Страны – чистые дебиторы по состоянию обслуживания долга							
Страны, имевшие просроченную задолженность, и/или страны, которым предоставлялось рефинансирование долга в период с 2006 по 2010 год	40	4,8	2,4	4,2	1,6	9,4	8,0
Другие страны – чистые дебиторы	81	43,4	21,2	34,7	13,1	51,3	43,6
Другие группы							
Бедные страны с высоким уровнем задолженности	38	2,3	1,1	1,9	0,7	10,7	9,1

¹Доли ВВП основаны на стоимостной оценке ВВП стран по паритету покупательной способности. Число стран, составляющих каждую группу, отражает те страны, данные по которым включены в агрегированные показатели по соответствующей группе.

²Грузия и Монголия, которые не являются членами Содружества Независимых Государств, включены в эту группу в силу их географического положения и схожих характеристик структуры экономики.

Таблица В. Страны с развитой экономикой по подгруппам

Зоны основных валют		
Соединенные Штаты		
Зона евро		
Япония		
Зона евро		
Австрия	Италия	Словацкая Республика
Бельгия	Кипр	Словения
Германия	Люксембург	Финляндия
Греция	Мальта	Франция
Ирландия	Нидерланды	Эстония
Испания	Португалия	
Новые индустриальные страны Азии		
САР Гонконг ¹	Сингапур	
Корея	Тайвань, провинция Китая	
Основные страны с развитой экономикой		
Германия	Соединенное Королевство	Япония
Италия	Соединенные Штаты	
Канада	Франция	
Другие страны с развитой экономикой		
Австралия	Корея	Чешская Республика
САР Гонконг ¹	Новая Зеландия	Швеция
Дания	Норвегия	Швейцария
Израиль	Сингапур	
Исландия	Тайвань, провинция Китая	

¹Первого июля 1997 года Гонконг был возвращен Китайской Народной Республике и стал Специальным административным районом Китая.

Таблица С. Европейский союз

Австрия	Италия	Румыния
Бельгия	Кипр	Словацкая Республика
Болгария	Латвия	Словения
Венгрия	Литва	Соединенное Королевство
Германия	Люксембург	Финляндия
Греция	Мальта	Франция
Дания	Нидерланды	Чешская Республика
Ирландия	Польша	Швеция
Испания	Португалия	Эстония

Таблица D. Страны с формирующимся рынком и развивающиеся страны по регионам и основным источникам экспортных доходов

	Топливо	Первичные продукты, кроме топлива
Содружество Независимых Государств¹		
	Азербайджан	Монголия
	Казахстан	Узбекистан
	Россия	
	Туркменистан	
Развивающиеся страны Азии		
	Бруней-Даруссалам	Папуа-Новая Гвинея
	Тимор-Лешти	Соломоновы Острова
Латинская Америка и Карибский бассейн		
	Венесуэла	Боливия
	Тринидад и Тобаго	Гайана
	Эквадор	Перу
		Суринам
		Чили
Ближний Восток и Северная Африка		
	Алжир	Мавритания
	Бахрейн	
	Ирак	
	Исламская Республика Иран	
	Йеменская Республика	
	Катар	
	Кувейт	
	Ливия	
	Объединенные Арабские Эмираты	
	Оман	
	Саудовская Аравия	
	Судан	
Африка к югу от Сахары		
	Ангола	Буркина-Фасо
	Габон	Бурунди
	Республика Конго	Гвинея
	Нигерия	Гвинея-Бисау
	Чад	Замбия
	Экваториальная Гвинея	Зимбабве
		Демократическая Республика Конго
		Малави
		Мали
		Мозамбик
		Сьерра-Леоне
		Центральноафриканская Республика

¹Монголия, которая не является членом Содружества Независимых Государств, включена в эту группу в силу ее географического положения и схожих характеристик структуры экономики.

Таблица Е. Страны с формирующимся рынком и развивающиеся страны по регионам, чистой внешней позиции и отношению к группе бедных стран с высоким уровнем задолженности

	Чистая внешняя позиция		Бедные страны с высоким уровнем задолженности ²		Чистая внешняя позиция		Бедные страны с высоким уровнем задолженности ²
	Чистый кредитор	Чистый дебитор ¹			Чистый кредитор	Чистый дебитор ¹	
Центральная и Восточная Европа				Кирибати		*	
Албания		*		Лаосская НДР		*	
Босния и Герцеговина		*		Малайзия	*		
Болгария		*		Мальдивские Острова		*	
Хорватия		*		Мьянма		*	
Венгрия		*		Непал		*	
Косово		*		Пакистан		*	
Латвия		*		Папуа-Новая Гвинея	*		
Литва		*		Филиппины		*	
Македония, БЮР		*		Самоа		*	
Черногория		*		Соломоновы Острова		*	
Польша		*		Шри-Ланка		*	
Румыния		*		Таиланд	*		
Сербия		*		Тимор-Лешти	*		
Турция		*		Тонга		*	
Содружество Независимых Государств³				Тувалу		*	
Армения		*		Вануату		*	
Азербайджан	*			Вьетнам		*	
Беларусь		*		Латинская Америка и Карибский бассейн			
Грузия		*		Антигуа и Барбуда		*	
Казахстан		*		Аргентина		*	
Кыргызская Республика		*		Багамские Острова		*	
Молдова		*		Барбадос		*	
Монголия		*		Белиз		*	
Россия	*			Боливия	*		*
Таджикистан		*		Бразилия		*	
Туркменистан	*			Чили		*	
Украина		*		Колумбия		*	
Узбекистан	*			Коста-Рика		*	
Развивающиеся страны Азии				Доминика		*	
Исламская Республика Афганистан		*	*	Доминиканская Республика		*	
Бангладеш		*		Эквадор		*	
Бутан		*		Сальвадор		*	
Бруней-Даруссалам	*			Гренада		*	
Камбоджа		*		Гватемала		*	
Китай	*			Гайана		*	*
Республика Фиджи		*		Гаити		*	*
Индия		*		Гондурас		*	*
Индонезия	*			Ямайка		*	
				Мексика		*	

Таблица Е (окончание)

	Чистая внешняя позиция		Бедные страны с высоким уровнем задолженности ²		Чистая внешняя позиция		Бедные страны с высоким уровнем задолженности ²
	Чистый кредитор	Чистый дебитор ¹			Чистый кредитор	Чистый дебитор ¹	
Никарагуа		*	•	Камерун		*	•
Панама		*		Кабо-Верде		*	
Парагвай		*		Центральноафриканская Республика		•	•
Перу		*		Чад		*	*
Сент-Китс и Невис		*		Коморские Острова		•	*
Сент-Люсия		*		Демократическая Республика Конго		•	•
Сент-Винсент и Гренадины		•		Республика Конго		•	•
Суринам		•		Кот-д'Ивуар		*	*
Тринидад и Тобаго	*			Экваториальная Гвинея		*	
Уругвай		*		Эритрея		•	*
Венесуэла	*			Эфиопия		•	•
Ближний Восток и Северная Африка				Габон	*		
Алжир	*			Гамбия		*	•
Бахрейн	*			Гана		•	•
Джибути		*		Гвинея		*	*
Египет		*		Гвинея-Бисау		•	•
Исламская Республика Иран	*			Кения		*	
Ирак	*			Лесото		*	
Иордания		*		Либерия		*	•
Кувейт	*			Мадагаскар		*	•
Ливан		*		Малави		•	•
Ливия	*			Мали		•	•
Мавритания		*	•	Маврикий		*	
Марокко		*		Мозамбик		*	•
Оман	*			Намибия	*		
Катар	*			Нигер		*	•
Саудовская Аравия	*			Нигерия	*		
Судан		*	*	Руанда		•	•
Сирийская Арабская Республика		•		Сан-Томе и Принсипи		•	•
Тунис		*		Сенегал		*	•
Объединенные Арабские Эмираты	*			Сейшельские Острова		*	
Йеменская Республика		*		Сьерра-Леоне		*	•
Африка к югу от Сахары				Южная Африка		*	
Ангола	*			Свазиленд		*	
Бенин		*	•	Танзания		*	•
Ботсвана	*			Того		•	•
Буркина-Фасо		•	•	Уганда		*	•
Бурунди		•	•	Замбия		*	•
				Зимбабве		*	

¹Точка вместо звездочки указывает на то, что основным источником внешнего финансирования соответствующей страны – чистого дебитора является официальное финансирование.

²Точка вместо звездочки указывает на то, что страна достигла стадии завершения.

³Грузия и Монголия, которые не являются членами Содружества Независимых Государств, включены в эту группу в силу их географического положения и схожих характеристик структуры экономики.

Вставка А1. Исходные предположения относительно экономической политики, лежащие в основе прогнозов по отдельным странам

Исходные предположения о налогово-бюджетной политике

Исходные предположения о налогово-бюджетной политике на краткосрочную перспективу, используемые в «Перспективах развития мировой экономики» (ПРМЭ), основаны на официально объявленных бюджетах, скорректированных с учетом различий между макроэкономическими предположениями и прогнозами результатов исполнения бюджета, составленными персоналом МВФ и официальными органами стран. Среднесрочные бюджетные прогнозы учитывают меры политики, реализация которых считается вероятной. В тех случаях, когда персонал МВФ не располагает достаточной информацией для оценки бюджетных намерений властей и перспектив реализации политики, предполагается неизменное структурное первичное сальдо, если не указано иное. Ниже следуют конкретные исходные предположения в отношении ряда стран с развитой экономикой. (См. также данные о чистом бюджетном кредитовании/заимствовании и структурных сальдо в таблицах В5-В9 в разделе «Статистического приложения» онлайн¹.)

Аргентина. Прогнозы на 2012 год основаны на результатах исполнения бюджета 2011 года и допущениях персонала МВФ. В отношении последующих лет персонал МВФ исходит из предположения о неизменной политике.

¹Разрыв между потенциальным и фактическим объемом производства представляет собой фактический объем производства за вычетом потенциального в процентах объема производства. Структурные сальдо выражены в процентах потенциального объема производства. Структурное сальдо — фактическое чистое кредитование/заимствование минус эффекты отклонения циклического объема производства от потенциального, скорректированное с учетом единовременных и других факторов, таких как цены на активы и биржевые товары, и иных эффектов структуры объема производства. Как следствие, изменения структурного сальдо включают воздействие временных мер в налогово-бюджетной сфере, влияние колебаний процентных ставок и стоимости обслуживания долга и другие нециклические колебания чистого кредитования/заимствования. Расчеты структурных сальдо основаны на оценках персоналом МВФ потенциального ВВП и коэффициентах эластичности доходов и расходов (см «Перспективы развития мировой экономики» за октябрь 1993 года, дополнение I). Чистый долг определяется как валовой долг за вычетом финансовых активов сектора государственного управления, включающих активы системы социального страхования. Оценкам разрыва в объемах производства присуща значительная неопределенность.

Австралия. Бюджетные прогнозы основаны на прогнозах персонала МВФ и бюджете на 2011–2012 год, среднегодовых экономических и налогово-бюджетных перспективах 2011–2012 года и данных Австралийского бюро статистики.

Австрия. Прогнозы учитывают федеральные финансовые основы на 2013–2016 годы, а также соответствующие потребности и риски дальнейшей реализации.

Бельгия. Прогнозы персонала МВФ на 2012 год и последующие периоды основаны на предположении о неизменной политике.

Бразилия. Прогнозы на 2012 основаны на законе о бюджете и последующих обновлениях планов, объявленных властями. В этом году и последующие годы персонал МВФ исходит из предположений о выполнении объявленного основного целевого показателя и дальнейшем росте государственных капиталовложений в соответствии с намерениями официальных органов.

Канада. В прогнозных расчетах использованы базисные прогнозы Плана экономических мер на 2012 год, в центре которого стоят рабочие места, экономический рост и долгосрочное процветание, от 29 марта 2012 года. Персонал МВФ также вносит в этот прогноз отдельные корректировки с учетом различий в макроэкономических прогнозах. В прогноз персонала МВФ также входят последние данные, опубликованные Министерством финансов Канады (январский выпуск «Бюллетеня Бюджетного вестника», обновленный 29 марта 2012 года) и Бюро статистики Канады, включая результаты исполнения бюджетов федерального правительства, провинций и территорий до конца четвертого квартала 2011 года.

Китай. Предполагается, что в 2011 году правительство продолжило и завершило реализацию программы стимулов, объявленной в конце 2008 года. Предполагалось, что отмена стимулов начнется в 2011 году, приведя к негативному бюджетному импульсу в размере примерно 1½ процента ВВП. Предполагается, что в 2012 году правительство замедлит темпы бюджетной консолидации, так что предполагается нейтральный бюджетный импульс.

Дания. Оценки на 2012–2013 годы приведены в соответствие с последними официальными бюджетными оценками, скорректированными, по мере необходимости, с учетом макроэкономических допущений персонала МВФ. В прогнозах на 2014–2017 годы учтены основные характеристики сред-

Вставка А1 (продолжение)

несрочного бюджетного плана, изложенные в подготовленной официальными органами Программе конвергенции 2011 года, представленной Европейскому союзу.

Франция. Оценки за 2011 год основаны на предварительных данных по исполнению бюджета только центрального правительства. Прогнозы на 2012 и последующие годы отражают официальный бюджет на несколько лет (2011–2014 годы) с корректировкой на два бюджетных пакета и различия в допущениях о макроэкономических и финансовых переменных и прогнозах доходов.

Германия. Оценки за 2011 год являются предварительными оценками Федеральной службы государственной статистики Германии. В прогнозах персонала МВФ на 2012 и последующие годы отражен принятый официальный основной бюджетный план федерального правительства с корректировками на различия в макроэкономической основе, разработанной персоналом МВФ, и предположениях персонала относительно изменений бюджетов органов государственного управления регионально-го и местного уровней, системы социального страхования и специальных фондов. В прогнозы также вошли планы официальных органов по снижению налогов в 2013–2014 годы. В оценку валового долга включены портфели проблемных активов и неосновные виды деятельности, переданные организациям, которые в настоящее время ликвидируются, а также другие операции финансового сектора и поддержки ЕС.

Греция. Макроэкономические, денежно-кредитные и бюджетные прогнозы на 2012 год и среднесрочную перспективу соответствуют мерам экономической политики, согласованным между персоналом МВФ и властями в контексте договоренности о механизме расширенного кредитования. В данные входит пересмотр бюджетных данных за 2006–2009 годы. Этот пересмотр исправляет ряд недостатков составленной ранее статистики. Во-первых, контролируемые государством предприятия, продажи которых покрывают менее 50 процентов себестоимости, переклассифицированы и включены в сектор государственного управления в соответствии с директивами Евростата. В общей сложности было выявлено и переведено 17 таких предприятий или структур, в том числе ряд крупных убыточных предприятий. Их включение в этот сектор предполагает, что долг этих структур (7¼ процента ВВП) в настоящее время входит в общие данные о долге

сектора государственного управления, и их убытки за год увеличивают годовой дефицит (в той степени, в которой их востребованные гарантии не отражались в предыдущих данных по дефициту). Во-вторых, пересмотр отражает уточнение информации о просроченной задолженности (включая возврат налогов, разовые выплаты уходящим на пенсию государственным служащим и платежи поставщикам сектора здравоохранения), а также пересмотренные остатки системы социального обеспечения, отражающие поправки на вмененные процентные платежи, двойной учет доходов и другие неточности. Наконец, недавно была получена новая информация о свопах, которая помогает лучше объяснить пересмотр данных о долге в сторону повышения.

САР Гонконг. Прогнозы основаны на среднесрочных бюджетных прогнозах официальных органов.

Венгрия. Бюджетные прогнозы включают допущения персонала МВФ о макроэкономической основе и воздействии недавно утвержденных законодательных мер, а также планов налогово-бюджетной политики, объявленных в конце декабря 2011 года.

Индия. Данные за прошлые периоды основаны на данных об исполнении бюджета. Прогнозы основаны на имеющейся информации о бюджетных планах официальных органов с корректировками, учитывающими допущения персонала МВФ. Данные субнационального уровня включаются с лагом продолжительностью до двух лет; так что данные по сектору государственного управления принимают окончательную форму значительно позже данных по центральному правительству. Форма представления данных МВФ отличается от формы представления данных в Индии, особенно в отношении поступлений от отчуждения (активов) и аукционов лицензий, отражения в учете доходов по некоторым мелким категориям на чистой или валовой основе и части кредитования государственно-го сектора.

Индонезия. Дефицит центрального правительства в 2011 году был ниже ожидавшегося (1,1 процента ВВП), что отражало неполное расходование средств, особенно на государственные инвестиции. Дефицит центрального правительства 2012 года оценивается на уровне 1,0 процента ВВП, что ниже пересмотренной бюджетной оценки, составляющей 1,5 процента ВВП. Это отражает имеющиеся планы по повышению внутренних цен на топливо

Вставка А1 (продолжение)

на 33 процента. При этом, поскольку система субсидий топлива остается неизменной, растущие цены на нефть будут отрицательно сказываться на бюджете в отсутствие комплексной реформы субсидий на топливо. Низкий прогнозный дефицит бюджета также отражает существующие проблемы исполнения бюджета. Бюджетные прогнозы на 2013–2017 годы основаны на важнейших реформах политики, необходимых для поддержки экономического роста, в частности, мерах по улучшению исполнения бюджета для обеспечения эффективности налогово-бюджетной политики, сокращении субсидий на энергоресурсы путем постепенного повышения регулируемых цен и постоянных усилиях по мобилизации доходов для расширения возможностей развития инфраструктуры.

Ирландия. Бюджетные прогнозы основаны на бюджете 2012 года и Заявлении о среднесрочной налогово-бюджетной политике (опубликованном в ноябре 2011 года), в котором принято обязательство о проведении консолидации в размере 12,4 млрд евро в 2012–2015 годы. Прогнозы скорректированы на различия между макроэкономическими прогнозами персонала МВФ и властей Ирландии.

Италия. В бюджетных прогнозах учитывается воздействие объявленного правительством пакета мер по бюджетной корректировке (в июле 2010 года — мер на 2011–2013 годы, в июле-августе 2011 года — мер на 2011–2014 годы и в декабре 2011 года — мер на 2012–2014 годы). Оценки результатов исполнения за 2011 год носят предварительный характер. Прогнозы персонала МВФ исходят из оценок официальными органами сценария экономической политики (частично разработанного персоналом МВФ), включая вышеуказанный пакет мер среднесрочной бюджетной консолидации, с корректировками в основном с учетом различий в макроэкономических допущениях и менее оптимистических допущений в отношении последствий мер по сбору доходов. После 2014 года предполагается постоянное циклически скорректированное первичное сальдо (без учета разовых статей).

Япония. Прогнозы исходят из предположений о мерах налогово-бюджетной политики, уже объявленных правительством (за исключением повышения налогов на потребление) и валовых расходах на реконструкцию после землетрясения. В среднесрочные прогнозы закладывается корректировка расходов и доходов сектора государственного управления в соответствии с текущими базисными де-

мографическими и экономическими тенденциями (без учета бюджетного стимула и расходов на реконструкцию).

Корея. В бюджетных прогнозах предполагается проведение в 2012 году объявленной правительством налогово-бюджетной политики. Прогнозы расходов на 2012 год согласованы с бюджетом. Прогнозы доходов отражают макроэкономические допущения персонала МВФ с корректировкой на дискреционные меры по сбору доходов, включенные в планы пересмотра налогов на 2009–2011 годы. Среднесрочные прогнозы основаны на предположении о продолжении правительством реализации планов по консолидации и обеспечению сбалансированности бюджета (без учета фондов социального обеспечения) в 2013 году в соответствии с среднесрочной целью правительства.

Мексика. Бюджетные прогнозы на 2012 год в целом согласованы с утвержденным бюджетом, тогда как с 2013 года в прогнозах предполагается соблюдение правила сбалансированности бюджета.

Нидерланды. Бюджетные прогнозы на 2011–2015 годы основаны на бюджетных прогнозах официального Бюро по анализу экономической политики, с внесением в них корректировок для учета различий в макроэкономических допущениях. В прогнозах на 2016–2017 годы предполагается продолжение бюджетной консолидации примерно такими же темпами, как в 2015 году.

Новая Зеландия. Бюджетные прогнозы основаны на бюджете официальных органов на 2011 год и оценках персонала МВФ. Начиная с бюджета 2007/2008 года, бюджетная отчетность Новой Зеландии переведена на Международные стандарты финансовой отчетности Новой Зеландии. Выпущены ретроспективно обновленные данные до 1997 года.

Португалия. Прогнозы отражают обязательства, принятые властями в рамках программы, поддерживаемой ЕС и МВФ, на 2012–2013 годы и прогнозы персонала МВФ на последующие периоды.

Россия. Прогнозы на 2012–2014 годы основаны на показателе дефицита без учета нефти в процентном отношении к ВВП, предусмотренном в утвержденном среднесрочном бюджете на 2012–2014 годы, и прогнозах персонала МВФ. Персонал МВФ исходит из предположения о неизменном в процентах ВВП сальдо бюджета федерального правительства без учета нефти в 2015–2017 годы.

Саудовская Аравия. Бюджет официальных органов основан на осторожном допущении относи-

Вставка А1 (продолжение)

тельно цен на нефть с корректировками распределения расходов, предусмотренными в случае, если доходы превысят заложенные в бюджете суммы. Прогнозы нефтяных доходов, составленные персоналом МВФ, основаны на базисных ценах на нефть в ПРМЭ, пониженных примерно на 5 процентов, что отражает более высокое содержание серы в нефти Саудовской Аравии. В отношении расходов предполагается, что заработная плата будет повышаться в соответствии с естественным темпом роста в среднесрочном плане с корректировками, учитывающими недавно объявленные изменения в структуре заработной платы. В 2013 и 2016 году выплачивается 13-ая зарплата на основе лунного календаря. Трансферты увеличились в 2011 году в основном в связи с единовременным трансфертом специализированным кредитным организациям. Выплаты процентов, по прогнозу, сократятся в соответствии с официальной политикой сокращения суммы непогашенного государственного долга. Капитальные расходы соответствуют приоритетам, установленным в принятом властями Девятом плане развития, и предполагается, что недавно объявленные капитальные расходы на жилье начнутся в 2012 году и будут продолжаться в среднесрочной перспективе.

Сингапур. Прогнозы на 2012/2013 бюджетный год основаны на показателях бюджета. Персонал МВФ исходит из допущения о неизменной экономической политике в оставшейся части прогнозного периода.

Южная Африка. Бюджетные прогнозы основаны на бюджете официальных органов на 2012 год и намерений в сфере экономической политики, изложенных в бюджетном анализе, опубликованном 22 февраля 2012 года.

Испания. Данные за 2011 год основаны на оценках результатов исполнения бюджета сектора государственного управления за год, составленных официальными органами. Бюджетные прогнозы на 2012 и последующие годы основаны на мерах, реализованных в ходе 2012 года, и целевом показателе дефицита официальных органов на 2012 год. Персонал МВФ не получил проект бюджета на 2012 год к времени составления прогноза.

Швеция. Бюджетные прогнозы на 2012 год в целом соответствуют прогнозам официальных органов. Воздействие циклических изменений на бюджетные счета рассчитано с использованием последнего коэффициента полуэластичности Ор-

ганизации экономического сотрудничества и развития.

Швейцария. Прогнозы на 2010-2017 годы основаны на расчетах персонала МВФ, включающих меры по восстановлению сбалансированности федеральных счетов и укреплению финансов системы социального обеспечения.

Турция. Бюджетные прогнозы исходят из предположения о том, что текущие расходы будут соответствовать Среднесрочной программе официальных органов на 2012–2014 годы, но капитальные расходы превысят намеченные ввиду проектов, начатых в 2011 году.

Соединенное Королевство. Бюджетные прогнозы основаны на официальном бюджете 2012 года, объявленном в марте 2012 года, и Перспективах экономики и бюджета, подготовленных Управлением бюджетной ответственности и опубликованных вместе с бюджетом. Эти прогнозы учитывают объявленные планы среднесрочной консолидации, начиная с 2012 года. В прогнозы включены корректировки для учета различий в прогнозах макроэкономических и финансовых переменных и исключены временные эффекты интервенций в финансовом секторе и воздействие на чистые инвестиции государственного сектора в 2012–2013 году перевода активов из пенсионного плана Королевской почты в государственный сектор.

Соединенные Штаты. Бюджетные прогнозы основаны на базисном сценарии, подготовленном Бюджетным управлением Конгресса в январе 2012 года, с корректировками на допущения персонала МВФ об экономической политике и макроэкономике. К основным предположениям относительно экономической политики в краткосрочной перспективе относится продление снижения налогов на фонд заработной платы в 2012 году, продление выплаты чрезвычайных пособий по безработице до 2013 года (на год после срока, предусмотренного действующим законом) и автоматический секвестр расходов, начинающийся с 2013 года и вызванный неспособностью Совместного специального комитета по сокращению дефицита найти решение в ноябре. В среднесрочной перспективе персонал МВФ исходит из предположения о том, что Конгресс продолжит внесение регулярных корректировок в параметры альтернативного минимального налога и платежи Medicare (DocFix) и продлит некоторые традиционные программы (такие как налоговый кредит по исследованиям и разработкам).

Вставка А1 (продолжение)

Прогнозируется перманентное продление снижения налогов для среднего класса, принятое при президенте Джордж У. Буше, но ожидается, что срок действия снижения налогов эпохи Буша для налогоплательщиков с более высокими доходами истечет в 2014 году (на год позже, чем по действующему закону). Бюджетные прогнозы корректируются для отражения прогнозов персонала МВФ по основным макроэкономическим и финансовым переменным и различий в подходах к учету поддержки финансового сектора и пересчитываются применительно к сектору государственного управления в качестве основы.

Исходные предположения о денежно-кредитной политике

Исходные предположения о денежно-кредитной политике основаны на установленных принципах проведения политики в каждой стране. В большинстве случаев это означает неадаптивный курс на протяжении экономического цикла: официальные процентные ставки повышаются, когда экономические показатели указывают на то, что инфляция будет выше приемлемого уровня или диапазона, и снижаются, когда показатели указывают на то, что ожидаемая инфляция не превысит приемлемый уровень или диапазон, что перспективный темп роста объема производства ниже потенциального, а запас неиспользованных мощностей в экономике значителен. На этой основе ставка предложения на лондонском межбанковском рынке (ЛИБОР) по шестимесячным депозитам в долларах США предполагается в среднем на уровне 0,7 процента в 2012 году и 0,8 процента в 2013 году (см. таблицу 1.1). Ставка по трехмесячным депозитам в евро предполагается в среднем на уровне 0,8 процента в 2012 и 2013 годы. Процентная ставка по шестимесячным депозитам в японских иенах предполагается в среднем на уровне 0,6 процента в 2012 году и 0,1 процента в 2013 году.

Австралия. Допущения денежно-кредитной политики соответствуют ожиданиям рынка.

Бразилия. Допущения денежно-кредитной политики основаны на проводимой политике и согласуются с постепенным приближением инфляции к середине целевого диапазона в конце 2012 года.

Канада. Допущения денежно-кредитной политики соответствуют ожиданиям рынка.

Китай. Ужесточение денежно-кредитной политики, заложенное в базисный прогноз, соответствует прогнозу официальных органов относительно

годового темпа роста М2 в размере 16 процентов в 2012 году.

Дания. Курс денежно-кредитной политики направлен на сохранение привязки к евро.

Зона евро. Допущения денежно-кредитной политики по государствам-членам зоны евро соответствуют ожиданиям рынка.

САР Гонконг. Персонал МВФ исходит из предположения о том, что система валютного управления останется в силе, и прогнозирует рост широкой денежной массы на основе прошлой связи с номинальным ВВП.

Индия. Допущение относительно директивной (процентной) ставки основано на среднем рыночном прогнозе.

Индонезия. Ожидается применение Банком Индонезии сочетания макропруденциальных мер и повышения директивной ставки для ограничения эффектов второго порядка, которые вызовет предлагаемое повышение цен на топливо.

Япония. Сложившиеся условия проведения денежно-кредитной политики сохраняются в течение прогнозного периода, и не предполагается никакого дальнейшего ужесточения или либерализации.

Корея. Допущения денежно-кредитной политики включают повышение на 25 базисных пунктов во второй половине 2012 года и два повышения на 25 базисных пунктов каждое в течение 2013 года.

Мексика. Допущения денежно-кредитной политики соответствуют достижению целевого показателя по инфляции.

Россия. Денежно-кредитные прогнозы исходят из предположения о неизменной политике, как указано в последних заявлениях Центрального банка Российской Федерации. В частности, предполагается, что директивные ставки останутся на текущих уровнях при ограниченных интервенциях на валютных рынках.

Саудовская Аравия. Прогнозы денежно-кредитной политики исходят из предположения о продолжении привязки валютного курса к доллару США.

Южная Африка. Денежно-кредитные прогнозы основаны на предположении о том, что власти придерживаются функции расчетной реакции политики.

Швеция. Денежно-кредитные прогнозы соответствуют прогнозам «Риксбанка».

Швейцария. Переменные денежно-кредитной политики отражают данные национальных официальных органов и рынка за прошлые периоды.

Вставка А1 (окончание)

Турция. Широкая денежная масса и доходность долгосрочных облигаций основаны на прогнозах персонала МВФ. Прогнозируется изменение ставки по краткосрочным депозитам с постоянным спредом по сравнению с процентной ставкой аналогичного инструмента США.

Соединенное Королевство. Прогнозы исходят из предположения о неизменных директивных ставках в 2013 году и умеренном объеме количественной адаптации в 2012 году — эти допущения приблизительно соответствуют ожиданиям рынка.

Соединенные Штаты. Ввиду перспективы инфляции и вялого роста, персонал МВФ ожидает, что целевой показатель по федеральным фондам останется на уровне, близком к нулю, до четвертого квартала 2014 года. Это предположение соответствует заявлению Комитета по операциям на открытом рынке, сделанному после его заседания в январе 2012 года (и подтвержденному на февральском заседании), о том, что экономические условия, вероятно, потребуют исключительно низких уровней ставки по федеральным фондам по крайней мере до конца 2014 года.

Перечень таблиц

Объем производства

A1.	Сводные данные о мировом объеме производства	205
A2.	Страны с развитой экономикой: реальный ВВП и совокупный внутренний спрос	206
A3.	Страны с развитой экономикой: компоненты реального ВВП	207
A4.	Страны с формирующимся рынком и развивающиеся страны: реальный ВВП	209

Инфляция

A5.	Сводные данные по инфляции	213
A6.	Страны с развитой экономикой: потребительские цены	214
A7.	Страны с формирующимся рынком и развивающиеся страны: потребительские цены	215

Финансовая политика

A8.	Основные страны с развитой экономикой: сальдо бюджета и долг сектора государственного управления	219
-----	--	-----

Внешняя торговля

A9.	Сводные данные по объемам и ценам мировой торговли	220
-----	--	-----

Текущие операции

A10.	Сводные данные о сальдо по счетам текущих операций	222
A11.	Страны с развитой экономикой: сальдо счета текущих операций	224
A12.	Страны с формирующимся рынком и развивающиеся страны: сальдо счета текущих операций	225

Платежный баланс и внешнее финансирование

A13.	Страны с формирующимся рынком и развивающиеся страны: чистые финансовые потоки	229
A14.	Страны с формирующимся рынком и развивающиеся страны: частные финансовые потоки	230

Движение средств

A15.	Сводные данные об источниках и использовании мировых сбережений	231
------	---	-----

Среднесрочный базисный сценарий

A16.	Краткий обзор среднесрочного базисного сценария развития мировой экономики	235
------	--	-----

Таблица А1. Сводные данные о мировом объеме производства¹*(Годовое изменение в процентах)*

	Среднее										Прогнозы		
	1994–2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2017	
Весь мир	3,4	4,9	4,5	5,2	5,4	2,8	-0,6	5,3	3,9	3,5	4,1	4,7	
Страны с развитой экономикой	2,8	3,1	2,6	3,0	2,8	0,0	-3,6	3,2	1,6	1,4	2,0	2,7	
Соединенные Штаты	3,3	3,5	3,1	2,7	1,9	-0,3	-3,5	3,0	1,7	2,1	2,4	3,3	
Зона евро	2,2	2,2	1,7	3,3	3,0	0,4	-4,3	1,9	1,4	-0,3	0,9	1,7	
Япония	0,9	2,4	1,3	1,7	2,2	-1,0	-5,5	4,4	-0,7	2,0	1,7	1,1	
Другие страны с развитой экономикой ²	3,8	4,1	3,4	3,9	4,2	0,8	-2,2	4,5	2,5	2,1	3,0	3,3	
Страны с формирующимся рынком и развивающиеся страны	4,4	7,5	7,3	8,2	8,7	6,0	2,8	7,5	6,2	5,7	6,0	6,3	
Региональные группы													
Центральная и Восточная Европа	3,4	7,3	5,9	6,4	5,4	3,2	-3,6	4,5	5,3	1,9	2,9	4,0	
Содружество Независимых Государств ³	0,6	8,2	6,7	8,8	9,0	5,4	-6,4	4,8	4,9	4,2	4,1	4,2	
Развивающиеся страны Азии	7,0	8,5	9,5	10,3	11,4	7,8	7,1	9,7	7,8	7,3	7,9	7,9	
Латинская Америка и Карибский бассейн	2,5	6,0	4,7	5,7	5,8	4,2	-1,6	6,2	4,5	3,7	4,1	4,0	
Ближний Восток и Северная Африка	3,9	6,2	5,6	6,1	5,6	4,7	2,7	4,9	3,5	4,2	3,7	4,4	
Африка к югу от Сахары	4,0	7,1	6,2	6,4	7,1	5,6	2,8	5,3	5,1	5,4	5,3	5,5	
<i>Для справки</i>													
Европейский союз	2,6	2,6	2,2	3,6	3,4	0,5	-4,2	2,0	1,6	0,0	1,3	2,1	
Аналитические группы													
По источникам экспортных доходов													
Топливо	2,4	8,0	6,8	7,6	7,4	5,0	-1,3	4,6	4,5	4,8	4,1	4,1	
Товары, кроме топлива, в том числе первичные продукты	4,9	7,4	7,4	8,4	9,1	6,3	3,8	8,1	6,6	5,9	6,5	6,8	
По источникам внешнего финансирования													
Страны – чистые дебиторы, в том числе официальное финансирование	3,6	6,5	6,0	6,8	6,9	4,7	0,9	6,9	5,2	4,3	4,9	5,5	
Страны – чистые дебиторы, по состоянию обслуживания долга													
Страны, имевшие просроченную задолженность, и/или страны, которым предоставлялось реоформление долга, в период с 2006 по 2010 год	2,6	7,1	7,8	7,7	7,6	5,8	1,9	6,9	6,1	4,1	4,4	5,0	
<i>Для справки</i>													
Медианный темп роста													
Страны с развитой экономикой	3,3	4,0	3,1	4,0	3,8	0,8	-3,5	2,3	1,8	0,8	2,0	2,4	
Страны с формирующимся рынком и развивающиеся страны	4,1	5,3	5,6	5,7	6,3	5,1	1,8	4,5	4,3	4,1	4,1	4,4	
Объем производства на душу населения													
Страны с развитой экономикой	2,1	2,4	1,9	2,3	2,0	-0,7	-4,3	2,6	1,0	0,8	1,5	2,1	
Страны с формирующимся рынком и развивающиеся страны	3,1	6,4	6,1	7,1	7,5	4,9	1,6	6,3	5,3	4,7	5,1	5,3	
Рост мировой экономики на основе рыночных валютных курсов	2,9	3,9	3,4	4,0	4,0	1,4	-2,2	4,2	2,8	2,7	3,3	3,9	
Стоимость мирового объема производства в миллиардах долларов США													
По рыночным валютным курсам	31 416	42 136	45 571	49 342	55 678	61 167	57 761	63 075	69 660	71 897	75 522	94 028	
По паритетах покупательной способности	39 234	52 658	56 794	61 638	66 755	70 030	70 139	74 604	78 897	82 647	87 251	111 088	

¹Реальный ВВП.²В этой таблице «Другие страны с развитой экономикой» означает страны с развитой экономикой, за исключением США, стран зоны евро и Японии.³Грузия и Монголия, которые не являются членами Содружества Независимых Государств, включены в эту группу в силу их географического положения и схожих характеристик структуры экономики.

Таблица А2. Страны с развитой экономикой: реальный ВВП и совокупный внутренний спрос¹

(Годовое изменение в процентах)

	Среднее										Прогнозы			Четвертый квартал ²		
	1994–2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2017	2011:IV кв.	2012:IV кв.	2013:IV кв.	
Реальный ВВП																
Страны с развитой экономикой	2,8	3,1	2,6	3,0	2,8	0,0	-3,6	3,2	1,6	1,4	2,0	2,7	1,2	1,6	2,2	
Соединенные Штаты	3,3	3,5	3,1	2,7	1,9	-0,3	-3,5	3,0	1,7	2,1	2,4	3,3	1,6	2,0	2,6	
Зона евро	2,2	2,2	1,7	3,3	3,0	0,4	-4,3	1,9	1,4	-0,3	0,9	1,7	0,7	-0,2	1,4	
Германия	1,5	0,7	0,8	3,9	3,4	0,8	-5,1	3,6	3,1	0,6	1,5	1,3	2,0	0,9	1,6	
Франция	2,2	2,3	1,9	2,7	2,2	-0,2	-2,6	1,4	1,7	0,5	1,0	2,0	1,3	0,5	1,4	
Италия	1,7	1,7	0,9	2,2	1,7	-1,2	-5,5	1,8	0,4	-1,9	-0,3	1,2	-0,4	-2,0	0,7	
Испания	3,6	3,3	3,6	4,1	3,5	0,9	-3,7	-0,1	0,7	-1,8	0,1	1,8	0,3	-2,5	1,3	
Нидерланды	2,9	2,2	2,0	3,4	3,9	1,8	-3,5	1,6	1,3	-0,5	0,8	1,9	-0,3	0,5	1,0	
Бельгия	2,5	3,3	1,7	2,7	2,9	1,0	-2,8	2,3	1,9	0,0	0,8	1,7	1,0	0,4	0,6	
Австрия	2,3	2,6	2,4	3,7	3,7	1,4	-3,8	2,3	3,1	0,9	1,8	1,8	1,4	1,4	1,8	
Греция	3,5	4,4	2,3	4,6	3,0	-0,1	-3,3	-3,5	-6,9	-4,7	0,0	2,9	-4,5	-4,5	3,2	
Португалия	2,7	1,6	0,8	1,4	2,4	0,0	-2,9	1,4	-1,5	-3,3	0,3	1,5	-2,6	-2,3	1,3	
Финляндия	3,8	4,1	2,9	4,4	5,3	0,3	-8,4	3,7	2,9	0,6	1,8	2,0	1,4	0,3	2,6	
Ирландия	7,5	4,5	5,3	5,3	5,2	-3,0	-7,0	-0,4	0,7	0,5	2,0	2,9	1,0	1,6	2,2	
Словацкая Республика	4,4	5,1	6,7	8,3	10,5	5,8	-4,9	4,2	3,3	2,4	3,1	3,6	3,4	2,0	3,7	
Словения	4,1	4,4	4,0	5,8	6,9	3,6	-8,0	1,4	-0,2	-1,0	1,4	2,0	-3,2	2,3	1,3	
Люксембург	4,4	4,4	5,4	5,0	6,6	0,8	-5,3	2,7	1,0	-0,2	1,9	3,1	-0,4	1,0	2,5	
Эстония	5,7	6,3	8,9	10,1	7,5	-3,7	-14,3	2,3	7,6	2,0	3,6	4,0	5,1	2,9	3,2	
Кипр	4,3	4,2	3,9	4,1	5,1	3,6	-1,9	1,1	0,5	-1,2	0,8	3,0	-1,2	0,5	0,8	
Мальта	...	-0,5	3,7	2,9	4,3	4,1	-2,7	2,3	2,1	1,2	2,0	2,3	0,1	3,1	1,2	
Япония	0,9	2,4	1,3	1,7	2,2	-1,0	-5,5	4,4	-0,7	2,0	1,7	1,1	-0,6	2,0	1,8	
Соединенное Королевство	3,5	3,0	2,1	2,6	3,5	-1,1	-4,4	2,1	0,7	0,8	2,0	2,8	0,5	1,5	2,3	
Канада	3,5	3,1	3,0	2,8	2,2	0,7	-2,8	3,2	2,5	2,1	2,2	2,2	2,2	2,0	2,3	
Корея ³	5,7	4,6	4,0	5,2	5,1	2,3	0,3	6,3	3,6	3,5	4,0	4,0	3,4	4,9	2,8	
Австралия	3,8	4,1	3,1	2,7	4,7	2,5	1,4	2,5	2,0	3,0	3,5	3,5	2,3	3,2	3,4	
Тайвань, провинция Китая	4,7	6,2	4,7	5,4	6,0	0,7	-1,8	10,7	4,0	3,6	4,7	5,0	2,5	4,6	3,9	
Швеция	3,2	3,7	3,2	4,6	3,4	-0,8	-4,8	5,8	4,0	0,9	2,3	2,4	1,2	3,0	0,4	
Швейцария	2,7	8,5	7,1	7,0	6,4	2,3	-2,6	7,0	5,0	2,6	4,2	4,4	2,9	4,9	2,7	
САР Гонконг	1,3	2,5	2,6	3,6	3,6	2,1	-1,9	2,7	1,9	0,8	1,7	1,9	1,2	0,9	2,1	
Сингапур	5,4	9,2	7,4	8,8	8,9	1,7	-1,0	14,8	4,9	2,7	3,9	4,0	3,6	5,4	2,7	
Чешская Республика	...	4,7	6,8	7,0	5,7	3,1	-4,7	2,7	1,7	0,1	2,1	3,5	0,6	0,7	2,4	
Норвегия	3,2	4,0	2,6	2,4	2,7	0,0	-1,7	0,7	1,7	1,8	2,0	2,1	1,8	1,3	2,5	
Израиль	4,3	4,8	4,9	5,6	5,5	4,0	0,8	4,8	4,7	2,7	3,8	3,5	3,7	2,9	3,6	
Дания	2,4	2,3	2,4	3,4	1,6	-0,8	-5,8	1,3	1,0	0,5	1,2	1,8	0,7	0,3	2,3	
Новая Зеландия	3,7	4,5	3,3	1,0	2,8	-0,1	-2,1	1,2	1,4	2,3	3,2	2,3	1,8	2,2	4,5	
Исландия	3,4	7,8	7,2	4,7	6,0	1,3	-6,8	-4,0	3,1	2,4	2,6	2,9	2,7	1,1	3,3	
<i>Для справки</i>																
Основные страны с развитой экономикой	2,6	2,8	2,3	2,6	2,2	-0,4	-4,0	3,0	1,4	1,5	1,9	2,5	1,1	1,5	2,1	
Новые индустриальные страны Азии	5,1	5,9	4,8	5,8	5,9	1,8	-0,7	8,5	4,0	3,4	4,2	4,3	3,1	4,8	3,1	
Реальный совокупный внутренний спрос																
Страны с развитой экономикой	2,9	3,1	2,6	2,8	2,4	-0,4	-4,0	3,1	1,2	1,1	1,8	2,6	0,7	1,5	1,9	
Соединенные Штаты	3,8	3,9	3,2	2,6	1,2	-1,5	-4,4	3,4	1,6	2,0	2,3	3,5	1,5	1,9	2,6	
Зона евро	...	1,9	1,8	3,1	2,8	0,3	-3,7	1,1	0,5	-1,1	0,4	1,4	-0,5	-0,6	0,9	
Германия	1,1	0,0	-0,2	2,7	1,9	1,3	-2,6	2,4	2,3	0,7	1,0	1,2	1,8	0,7	1,1	
Франция	2,2	2,6	2,6	2,7	3,1	0,1	-2,4	1,3	1,7	-0,2	0,7	1,9	0,5	0,4	0,9	
Италия	1,9	1,4	0,9	2,1	1,4	-1,2	-4,4	2,1	-0,9	-3,4	-1,0	1,0	-3,3	-2,6	-0,1	
Испания	3,8	4,8	5,0	5,2	4,1	-0,5	-6,2	-1,0	-1,7	-3,7	-0,3	1,4	-2,9	-2,8	1,0	
Япония	0,8	1,5	1,0	0,9	1,1	-1,3	-4,0	2,7	0,1	2,4	1,4	1,1	0,5	1,7	1,8	
Соединенное Королевство	3,7	3,4	2,1	2,4	3,3	-1,8	-5,4	2,9	-0,8	0,7	1,5	2,9	-0,7	1,4	1,5	
Канада	3,1	3,9	4,6	4,2	3,8	2,7	-2,9	5,2	3,2	2,3	2,4	1,8	2,5	2,9	2,3	
Другие страны с развитой экономикой ³	3,7	4,7	3,4	4,0	4,9	1,5	-2,8	5,6	2,7	2,3	3,2	3,4	1,6	4,1	2,2	
<i>Для справки</i>																
Основные страны с развитой экономикой	2,7	2,9	2,3	2,4	1,7	-0,9	-4,0	3,0	1,2	1,4	1,7	2,6	0,9	1,4	1,9	
Новые индустриальные страны Азии	4,1	4,8	2,9	4,2	4,5	1,4	-3,0	7,4	2,4	2,5	3,4	4,1	0,9	5,0	1,7	

¹В этой и других таблицах в тех случаях, когда страны приведены не в алфавитном порядке, они упорядочены по размеру экономики.

²По отношению к четвертому кварталу предыдущего года.

³В этой таблице «другие страны с развитой экономикой» означает страны с развитой экономикой, кроме стран Группы семи (Канада, Франция, Германия, Италия, Япония, Соединенное Королевство и США) и стран зоны евро.

Таблица А3. Страны с развитой экономикой: компоненты реального ВВП

(Годовое изменение в процентах)

	Среднее		2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	Прогнозы	
	1994–2003	2004–2013									2012	2013
Расходы на частное потребление												
Страны с развитой экономикой	3,0	1,5	2,6	2,7	2,5	2,4	0,0	-1,3	2,0	1,3	1,2	1,9
Соединенные Штаты	3,8	1,8	3,3	3,4	2,9	2,3	-0,6	-1,9	2,0	2,2	2,2	2,6
Зона евро	...	0,7	1,5	1,8	2,1	1,7	0,4	-1,2	0,9	0,2	-0,6	0,4
Германия	1,2	0,6	0,4	0,2	1,5	-0,2	0,6	-0,1	0,6	1,5	0,5	0,8
Франция	2,2	1,2	1,5	2,4	2,4	2,3	0,2	0,2	1,3	0,3	0,1	0,7
Италия	1,7	0,0	0,7	1,2	1,4	1,1	-0,8	-1,6	1,2	0,2	-2,1	-1,1
Испания	3,3	1,1	4,2	4,1	4,0	3,5	-0,6	-4,3	0,8	-0,1	-0,9	0,6
Япония	1,1	0,8	1,2	1,5	1,1	0,9	-0,9	-0,7	2,6	0,0	1,1	1,6
Соединенное Королевство	3,9	0,7	3,0	2,1	1,8	2,7	-1,5	-3,5	1,2	-1,2	0,5	1,6
Канада	3,2	2,9	3,3	3,7	4,2	4,6	3,0	0,4	3,3	2,2	2,1	2,1
Другие страны с развитой экономикой ¹	4,0	2,9	3,7	3,5	3,7	4,7	1,2	0,2	3,8	2,8	2,4	3,2
<i>Для справки</i>												
Основные страны с развитой экономикой	2,8	1,4	2,4	2,5	2,3	1,9	-0,4	-1,4	1,9	1,3	1,3	1,8
Новые индустриальные страны Азии	4,8	3,1	3,0	3,9	4,0	4,8	1,0	0,3	4,7	3,4	2,7	3,7
Государственное потребление												
Страны с развитой экономикой	2,2	1,1	1,7	1,2	1,6	1,8	2,1	2,3	1,2	0,0	-0,3	-0,9
Соединенные Штаты	1,9	0,4	1,4	0,6	1,0	1,3	2,2	2,0	0,9	-1,2	-1,6	-2,7
Зона евро	...	1,2	1,6	1,6	2,1	2,2	2,3	2,6	0,5	0,1	-0,8	-0,2
Германия	1,4	1,3	-0,6	0,3	0,9	1,4	3,1	3,3	1,7	1,4	0,6	0,7
Франция	1,1	1,3	2,1	1,3	1,5	1,5	1,2	2,3	1,2	0,9	0,5	0,3
Италия	0,9	0,4	2,5	1,9	0,5	1,0	0,6	0,8	-0,6	-0,9	-0,7	-0,9
Испания	3,3	1,9	6,2	5,5	4,6	5,6	5,9	3,7	0,2	-2,2	-7,6	-2,4
Япония	3,0	1,2	1,5	0,8	0,0	1,1	-0,1	2,3	2,1	2,1	2,3	-0,5
Соединенное Королевство	2,2	1,0	3,4	2,2	1,5	0,6	1,6	-0,1	1,5	0,1	0,0	-1,1
Канада	1,4	2,3	2,0	1,4	3,0	2,7	4,4	3,6	2,4	1,2	1,4	1,3
Другие страны с развитой экономикой ¹	2,9	2,4	1,9	2,1	3,0	3,0	2,9	3,3	2,6	1,7	1,8	1,7
<i>Для справки</i>												
Основные страны с развитой экономикой	1,9	0,8	1,6	0,9	1,0	1,3	1,8	2,0	1,2	-0,1	-0,3	-1,4
Новые индустриальные страны Азии	3,6	3,0	2,4	2,4	3,7	3,9	3,2	4,6	3,1	1,9	2,9	2,2
Валовое накопление основного капитала												
Страны с развитой экономикой	3,6	0,9	4,4	4,1	4,2	2,3	-2,8	-12,3	2,3	2,4	2,6	3,6
Соединенные Штаты	5,3	0,7	6,3	5,3	2,5	-1,4	-5,1	-15,2	2,0	3,7	4,8	5,9
Зона евро	...	0,2	2,2	3,2	5,7	4,7	-1,0	-12,1	-0,5	1,4	-1,5	0,9
Германия	0,4	1,8	-0,2	0,8	8,2	4,7	1,7	-11,4	5,5	6,4	1,5	1,7
Франция	2,9	1,2	3,0	4,4	4,2	6,3	0,2	-8,9	-1,3	3,0	0,6	1,0
Италия	3,0	-1,5	2,0	1,3	3,4	1,8	-3,7	-11,7	2,1	-1,9	-5,5	-1,5
Испания	6,0	-2,0	5,1	7,1	7,1	4,5	-4,7	-16,6	-6,3	-5,1	-7,5	-1,0
Япония	-1,0	-0,7	0,4	0,8	1,5	0,3	-4,1	-10,6	-0,2	0,5	4,7	0,9
Соединенное Королевство	4,6	1,2	5,1	2,4	6,4	8,1	-4,8	-13,4	3,1	-1,2	3,3	5,2
Канада	5,0	4,0	7,7	9,3	7,0	3,6	2,0	-13,2	10,0	6,9	4,7	4,1
Другие страны с развитой экономикой ¹	4,1	3,4	6,4	4,9	5,6	6,5	-0,1	-6,0	7,8	2,5	3,1	4,2
<i>Для справки</i>												
Основные страны с развитой экономикой	3,4	0,7	4,2	3,8	3,6	1,2	-3,5	-13,2	2,2	2,9	3,4	3,8
Новые индустриальные страны Азии	3,5	2,5	6,2	2,2	3,8	4,4	-3,1	-4,3	11,3	-0,5	2,2	3,4

Таблица А3. Страны с развитой экономикой: компоненты реального ВВП (окончание)

	Среднее										Прогнозы	
	1994–2003	2004–2013	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013
Конечный внутренний спрос												
Страны с развитой экономикой	2,9	1,4	2,8	2,7	2,7	2,3	0,0	-2,6	1,7	1,3	1,2	1,7
Соединенные Штаты	3,8	1,4	3,5	3,3	2,5	1,4	-1,0	-3,6	1,8	1,8	1,9	2,3
Зона евро	...	0,7	1,7	2,0	2,9	2,4	0,5	-2,8	0,5	0,4	-0,8	0,3
Германия	1,1	0,9	0,1	0,3	2,6	1,1	1,3	-1,7	1,7	2,4	0,8	1,0
Франция	2,0	1,2	2,0	2,5	2,5	2,9	0,4	-1,1	0,8	0,9	0,3	0,7
Италия	1,8	-0,2	1,3	1,3	1,6	1,2	-1,2	-3,2	1,0	-0,4	-2,5	-1,1
Испания	3,9	1,1	4,0	4,8	5,2	5,0	4,1	-0,7	-6,1	-1,0	-3,6	-0,3
Япония	0,9	0,6	1,0	1,2	1,0	0,8	-1,5	-2,3	2,0	0,5	2,0	1,0
Соединенное Королевство	3,6	0,8	3,4	2,2	2,4	3,1	-1,4	-4,4	1,6	-0,9	0,8	1,6
Канада	3,1	3,0	3,9	4,4	4,6	4,0	3,0	-2,1	4,5	3,0	2,5	2,4
Другие страны с развитой экономикой ¹	3,7	2,9	3,9	3,5	3,9	4,8	1,2	-0,7	4,4	2,5	2,4	3,2
<i>Для справки</i>												
Основные страны с развитой экономикой	2,7	1,1	2,6	2,5	2,3	1,6	-0,6	-3,0	1,8	1,4	1,4	1,6
Новые индустриальные страны Азии	4,2	3,0	3,7	3,2	3,9	4,6	0,4	-0,2	5,8	2,2	2,6	3,4
Накопление запасов²												
Страны с развитой экономикой	0,0	0,0	0,3	-0,1	0,1	0,1	-0,2	-1,1	1,1	-0,1	0,0	0,1
Соединенные Штаты	0,0	0,0	0,4	-0,1	0,1	-0,2	-0,5	-0,8	1,6	-0,2	0,1	0,1
Зона евро	...	0,0	0,2	-0,2	0,2	0,4	-0,1	-0,9	0,6	0,1	-0,4	0,0
Германия	0,0	0,0	-0,1	-0,4	0,1	0,8	0,0	-0,8	0,6	-0,1	-0,1	0,0
Франция	0,1	0,0	0,6	0,1	0,2	0,2	-0,3	-1,3	0,5	0,8	-0,5	0,0
Италия	0,0	-0,1	0,0	-0,4	0,5	0,2	0,0	-1,1	1,1	-0,5	-0,6	0,1
Испания	0,0	0,0	0,1	-0,1	0,3	-0,1	0,2	0,0	0,0	0,1	0,0	0,0
Япония	0,0	0,0	0,5	-0,3	-0,1	0,3	0,2	-1,6	0,8	-0,5	0,3	0,4
Соединенное Королевство	0,1	0,0	0,0	0,0	-0,1	0,3	-0,4	-1,0	1,3	0,0	0,0	0,0
Канада	0,1	0,0	0,1	0,5	-0,2	-0,1	-0,2	-0,8	0,6	0,1	-0,3	0,0
Другие страны с развитой экономикой ¹	0,0	0,0	0,6	-0,1	0,1	0,1	0,3	-1,9	1,0	0,2	0,0	0,0
<i>Для справки</i>												
Основные страны с развитой экономикой	0,0	0,0	0,3	-0,2	0,1	0,1	-0,3	-1,0	1,2	-0,2	0,0	0,1
Новые индустриальные страны Азии	-0,1	0,0	0,8	-0,2	0,3	-0,1	0,8	-2,5	1,4	0,1	-0,1	0,0
Сальдо внешних операций²												
Страны с развитой экономикой	-0,1	0,3	-0,1	0,0	0,2	0,5	0,5	0,4	0,2	0,4	0,3	0,3
Соединенные Штаты	-0,5	0,1	-0,7	-0,3	-0,1	0,6	1,2	1,1	-0,5	0,0	0,0	-0,1
Зона евро	...	0,3	0,4	-0,1	0,2	0,2	0,1	-0,6	0,8	1,0	0,8	0,5
Германия	0,3	0,4	1,1	0,8	1,1	1,5	-0,1	-2,8	1,4	0,8	-0,1	0,6
Франция	0,0	-0,1	-0,2	-0,7	0,0	-0,9	-0,3	-0,2	0,1	0,0	0,7	0,3
Италия	-0,2	0,3	0,3	0,0	0,1	0,3	0,0	-1,2	-0,4	1,4	1,6	0,7
Испания	-0,4	0,4	-1,7	-1,7	-1,4	-0,8	1,5	2,8	0,9	2,5	1,9	0,4
Япония	0,1	0,3	0,8	0,3	0,8	1,1	0,2	-1,5	1,7	-0,8	-0,3	0,3
Соединенное Королевство	-0,3	0,2	-0,6	-0,2	0,1	-0,1	0,8	1,1	-0,5	1,0	0,0	0,5
Канада	0,3	-1,1	-0,8	-1,6	-1,4	-1,5	-2,1	0,2	-2,2	-0,8	-0,3	-0,2
Другие страны с развитой экономикой ¹	0,4	0,8	0,5	0,9	1,0	0,7	0,3	1,5	0,7	0,8	0,6	0,6
<i>Для справки</i>												
Основные страны с развитой экономикой	-0,2	0,1	-0,2	-0,1	0,2	0,5	0,6	0,1	0,0	0,1	0,1	0,2
Новые индустриальные страны Азии	0,6	1,6	1,3	2,1	1,9	2,0	0,7	1,9	1,8	2,1	1,3	1,3

¹В этой таблице «Другие страны с развитой экономикой» означает страны с развитой экономикой, кроме стран Группы семи (Канада, Франция, Германия, Италия, Япония, Соединенное Королевство и США) и стран зоны.

²Изменения, выраженные в процентах ВВП в предшествующий период.

Таблица А4. Страны с формирующимся рынком и развивающиеся страны: реальный ВВП¹*(Годовое изменение в процентах)*

	Среднее										Прогнозы		
	1994–2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2017	
Центральная и Восточная Европа²	3,4	7,3	5,9	6,4	5,4	3,2	-3,6	4,5	5,3	1,9	2,9	4,0	
Албания	6,3	5,7	5,8	5,4	5,9	7,5	3,3	3,5	2,0	0,5	1,7	2,5	
Босния и Герцеговина	...	6,3	3,9	6,0	6,2	5,7	-2,9	0,7	1,7	0,0	1,0	3,5	
Болгария	0,6	6,7	6,4	6,5	6,4	6,2	-5,5	0,4	1,7	0,8	1,5	4,5	
Хорватия	4,3	4,1	4,3	4,9	5,1	2,2	-6,0	-1,2	0,0	-0,5	1,0	2,5	
Венгрия	3,2	4,8	4,0	3,9	0,1	0,9	-6,8	1,3	1,7	0,0	1,8	2,2	
Косово	...	2,6	3,8	3,4	6,3	6,9	2,9	3,9	5,0	3,8	4,1	4,6	
Латвия	4,8	8,7	10,6	10,5	9,6	-3,3	-17,7	-0,3	5,5	2,0	2,5	4,0	
Литва	...	7,4	7,8	7,8	9,8	2,9	-14,8	1,4	5,9	2,0	2,7	3,9	
БЮР Македония	1,1	4,6	4,4	5,0	6,1	5,0	-0,9	1,8	3,0	2,0	3,2	4,0	
Черногория	...	4,4	4,2	8,6	10,7	6,9	-5,7	2,5	2,4	0,2	1,5	2,2	
Польша	4,5	5,3	3,6	6,2	6,8	5,1	1,6	3,9	4,3	2,6	3,2	3,8	
Румыния	2,1	8,5	4,2	7,9	6,3	7,3	-6,6	-1,6	2,5	1,5	3,0	4,0	
Сербия	...	9,3	5,4	3,6	5,4	3,8	-3,5	1,0	1,8	0,5	3,0	3,5	
Турция	2,7	9,4	8,4	6,9	4,7	0,7	-4,8	9,0	8,5	2,3	3,2	4,6	
Содружество Независимых Государств^{2,3}	0,6	8,2	6,7	8,8	9,0	5,4	-6,4	4,8	4,9	4,2	4,1	4,2	
Россия	0,7	7,2	6,4	8,2	8,5	5,2	-7,8	4,3	4,3	4,0	3,9	3,8	
Кроме России	0,3	10,8	7,6	10,5	10,0	5,6	-3,1	6,0	6,2	4,6	4,6	4,9	
Армения	7,5	10,5	14,1	13,2	13,7	6,9	-14,1	2,1	4,4	3,8	4,0	4,0	
Азербайджан	2,2	10,2	26,4	34,5	25,0	10,8	9,3	5,0	0,1	3,1	1,9	3,1	
Беларусь	2,3	11,4	9,4	10,0	8,6	10,2	0,2	7,7	5,3	3,0	3,3	5,0	
Грузия	...	5,9	9,6	9,4	12,3	2,3	-3,8	6,3	7,0	6,0	5,5	5,5	
Казахстан	2,1	9,6	9,7	10,7	8,9	3,2	1,2	7,3	7,5	5,9	6,0	6,4	
Кыргызская Республика	1,1	7,0	-0,2	3,1	8,5	7,6	2,9	-0,5	5,7	5,0	5,5	5,0	
Молдова	-3,1	7,4	7,5	4,8	3,0	7,8	-6,0	7,1	6,4	3,5	4,5	5,5	
Монголия	3,7	10,6	7,3	8,6	10,2	8,9	-1,3	6,4	17,3	17,2	11,8	9,1	
Таджикистан	0,5	10,6	6,7	7,0	7,8	7,9	3,9	6,5	7,4	6,0	6,0	6,0	
Туркменистан	4,3	14,7	13,0	11,0	11,1	14,7	6,1	9,2	14,7	7,0	6,7	6,1	
Украина	-2,3	12,1	2,7	7,3	7,9	2,3	-14,8	4,1	5,2	3,0	3,5	3,5	
Узбекистан	2,5	7,4	7,0	7,5	9,5	9,0	8,1	8,5	8,3	7,0	6,5	5,5	

Таблица А4. Страны с формирующимся рынком и развивающиеся страны: реальный ВВП¹ (продолжение)

	Среднее									Прогнозы		
	1994–2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2017
Развивающиеся страны Азии	7,0	8,5	9,5	10,3	11,4	7,8	7,1	9,7	7,8	7,3	7,9	7,9
Исламская Респ. Афганистан	...	1,1	11,2	5,6	13,7	3,6	21,0	8,4	5,7	7,2	5,8	6,6
Бангладеш	5,1	6,1	6,3	6,5	6,3	6,0	5,9	6,4	6,1	5,9	6,4	7,3
Бутан	6,8	5,9	7,1	6,8	17,9	4,7	6,7	10,6	5,9	7,0	9,9	4,0
Бруней-Даруссалам	2,4	0,5	0,4	4,4	0,2	-1,9	-1,8	2,6	1,9	3,2	1,6	3,6
Камбоджа	7,4	10,3	13,3	10,8	10,2	6,7	0,1	6,0	6,1	6,2	6,4	7,7
Китай	9,4	10,1	11,3	12,7	14,2	9,6	9,2	10,4	9,2	8,2	8,8	8,5
Фиджи	2,7	5,5	2,5	1,9	-0,9	1,0	-1,3	-0,2	2,0	1,5	1,7	2,3
Индия	6,0	7,6	9,0	9,5	10,0	6,2	6,6	10,6	7,2	6,9	7,3	8,1
Индонезия	3,1	5,0	5,7	5,5	6,3	6,0	4,6	6,2	6,5	6,1	6,6	7,0
Кирибати	3,9	0,2	0,3	1,2	0,5	-2,4	-2,3	1,4	1,8	2,5	3,0	2,0
Лаосская НДР	6,1	7,0	6,8	8,6	7,8	7,8	7,6	7,9	8,3	8,4	7,1	5,7
Малайзия	5,4	6,8	5,3	5,8	6,5	4,8	-1,6	7,2	5,1	4,4	4,7	5,0
Мальдивские Острова	8,1	10,4	-8,7	19,6	10,6	12,2	-4,7	5,7	7,4	4,4	3,5	3,5
Мьянма	...	13,6	13,6	13,1	12,0	3,6	5,1	5,3	5,5	6,0	5,9	6,5
Непал	4,5	4,7	3,5	3,4	3,4	6,1	4,4	4,6	3,5	4,2	3,8	3,9
Пакистан	3,9	7,5	9,0	5,8	6,8	3,7	1,7	3,8	2,4	3,4	3,5	3,5
Папуа-Новая Гвинея	1,2	0,6	3,9	2,3	7,2	6,6	6,1	7,6	8,9	7,7	4,0	4,9
Филиппины	3,8	6,7	4,8	5,2	6,6	4,2	1,1	7,6	3,7	4,2	4,7	5,0
Самоа	4,4	4,2	7,0	2,1	1,8	4,3	-5,4	0,2	2,1	1,4	1,9	2,7
Соломоновы Острова	-0,1	8,1	12,9	4,0	6,4	7,1	-4,7	7,0	9,3	6,0	4,0	4,0
Шри-Ланка	4,4	5,4	6,2	7,7	6,8	6,0	3,5	8,0	8,2	7,5	7,0	6,5
Таиланд	3,4	6,3	4,6	5,1	5,0	2,6	-2,3	7,8	0,1	5,5	7,5	5,0
Тимор-Лешти	...	4,4	6,5	-3,2	11,7	14,6	12,8	9,5	10,6	10,0	10,0	10,0
Тонга	2,1	2,2	0,7	-4,5	-2,4	0,5	0,9	1,6	1,5	1,4	1,5	1,8
Тувалу	...	-1,4	-4,0	2,9	5,5	7,6	-1,7	-0,5	0,4	1,5	1,3	1,2
Вануату	2,0	4,5	5,2	7,4	6,5	6,2	3,5	2,2	3,3	4,0	4,0	4,0
Вьетнам	7,4	7,8	8,4	8,2	8,5	6,3	5,3	6,8	5,9	5,6	6,3	7,5

Таблица А4. Страны с формирующимся рынком и развивающиеся страны: реальный ВВП¹ (продолжение)

	Среднее									Прогнозы		
	1994–2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2017
Латинская Америка и Карибский бассейн	2,5	6,0	4,7	5,7	5,8	4,2	-1,6	6,2	4,5	3,7	4,1	4,0
Антигуа и Барбуда	2,9	3,2	7,6	12,8	7,2	1,5	-10,3	-8,9	-0,5	1,0	2,5	3,5
Аргентина ⁴	0,8	8,9	9,2	8,5	8,7	6,8	0,9	9,2	8,9	4,2	4,0	4,5
Багамские Острова	4,2	0,9	3,4	2,5	1,4	-1,3	-5,4	1,0	2,0	2,5	2,7	2,5
Барбадос	1,9	4,8	3,9	3,6	3,8	-0,2	-4,2	0,2	0,5	0,9	1,5	3,1
Белиз	5,0	4,6	3,0	4,7	1,3	3,5	0,0	2,7	2,5	2,8	2,5	2,5
Боливия	3,4	2,7	6,8	2,8	5,3	6,1	3,4	4,1	5,1	5,0	5,0	5,0
Бразилия	2,5	5,7	3,2	4,0	6,1	5,2	-0,3	7,5	2,7	3,0	4,1	4,1
Чили	4,6	6,8	6,3	5,8	5,2	3,0	-0,9	6,1	5,9	4,3	4,5	4,5
Колумбия	2,3	5,3	4,7	6,7	6,9	3,5	1,7	4,0	5,9	4,7	4,4	4,5
Коста-Рика	4,4	4,3	5,9	8,8	7,9	2,7	-1,0	4,7	4,2	4,0	4,2	4,5
Доминика	1,9	0,8	-1,7	3,6	3,9	7,8	-0,7	0,3	0,5	1,5	1,7	1,9
Доминиканская Республика	4,9	1,3	9,3	10,7	8,5	5,3	3,5	7,8	4,5	4,5	4,5	5,0
Эквадор	2,4	8,8	5,7	4,8	2,0	7,2	0,4	3,6	7,8	4,5	3,9	3,4
Сальвадор	3,4	1,9	3,6	3,9	3,8	1,3	-3,1	1,4	1,4	2,0	2,5	3,5
Гренада	5,2	0,1	12,5	-4,4	6,3	1,7	-5,7	-1,3	1,1	1,5	2,0	2,5
Гватемала	3,4	3,2	3,3	5,4	6,3	3,3	0,5	2,8	3,8	3,1	3,2	3,5
Гайана	3,0	1,6	-1,9	5,1	7,0	2,0	3,3	4,4	4,2	3,9	6,3	3,2
Гаити	0,9	-3,5	1,8	2,2	3,3	0,8	2,9	-5,4	5,6	7,8	6,9	5,0
Гондурас	2,9	6,2	6,1	6,6	6,2	4,1	-2,1	2,8	3,6	3,5	3,5	4,0
Ямайка	0,9	1,3	0,9	2,9	1,4	-0,8	-3,1	-1,4	1,5	1,0	1,0	1,5
Мексика	2,6	4,0	3,2	5,1	3,2	1,2	-6,3	5,5	4,0	3,6	3,7	3,3
Никарагуа	4,2	5,3	4,3	4,2	3,6	2,8	-1,5	4,5	4,7	3,7	4,0	4,0
Панама	3,9	7,5	7,2	8,5	12,1	10,1	3,9	7,6	10,6	7,5	6,6	5,1
Парагвай	1,4	4,1	2,9	4,3	6,8	5,8	-3,8	15,0	3,8	-1,5	8,5	4,7
Перу	4,3	5,0	6,8	7,7	8,9	9,8	0,9	8,8	6,9	5,5	6,0	6,0
Сент-Китс и Невис	3,6	3,8	9,2	3,5	5,0	4,0	-5,6	-2,7	-2,0	1,0	1,8	3,5
Сент-Люсия	1,2	6,0	-2,6	7,4	1,5	5,8	-1,3	3,4	0,2	1,9	2,4	2,6
Сент-Винсент и Гренадины	3,5	4,6	3,0	6,0	3,1	-0,6	-2,3	-1,8	-0,4	2,0	2,0	3,5
Суринам	2,5	8,5	4,5	4,7	4,6	4,1	3,5	4,5	4,5	4,9	5,4	5,5
Тринидад и Тобаго	7,2	7,9	6,2	13,2	4,8	2,7	-3,3	0,0	-1,3	1,7	2,4	2,6
Уругвай	0,7	4,6	6,8	4,1	6,5	7,2	2,4	8,9	5,7	3,5	4,0	4,0
Венесуэла	-0,9	18,3	10,3	9,9	8,8	5,3	-3,2	-1,5	4,2	4,7	3,2	2,9
Ближний Восток и Северная Африка	3,9	6,2	5,6	6,1	5,6	4,7	2,7	4,9	3,5	4,2	3,7	4,4
Алжир	3,2	5,2	5,1	2,0	3,0	2,4	2,4	3,3	2,5	3,1	3,4	4,3
Бахрейн	4,2	5,6	7,9	6,7	8,4	6,3	3,1	4,5	1,8	2,0	2,8	2,9
Джибути	0,2	3,0	3,2	4,8	5,1	5,8	5,0	3,5	4,5	4,8	5,0	5,8
Египет	4,8	4,1	4,5	6,8	7,1	7,2	4,7	5,1	1,8	1,5	3,3	6,5
Исламская Респ. Иран	4,2	6,1	4,7	6,2	6,4	0,6	3,9	5,9	2,0	0,4	1,3	2,0
Ирак	...	...	...	6,2	1,5	9,5	4,2	0,8	9,9	11,1	13,5	8,8
Иордания	4,2	8,6	8,1	8,1	8,2	7,2	5,5	2,3	2,5	2,8	3,0	4,4
Кувейт	3,5	11,2	10,4	5,3	4,5	5,0	-5,2	3,4	8,2	6,6	1,8	3,9
Ливан	3,6	7,5	1,0	0,6	7,5	9,3	8,5	7,0	1,5	3,0	4,0	4,0
Ливия	0,0	4,4	10,3	6,7	7,5	5,4	-0,1	2,5	-61,0	76,3	21,0	4,3
Мавритания	2,9	5,2	5,4	11,4	1,0	3,5	-1,2	5,1	3,6	5,3	6,1	5,3
Марокко	3,9	4,8	3,0	7,8	2,7	5,6	4,9	3,7	4,3	3,7	4,3	5,9
Оман	3,2	3,4	4,0	6,9	5,3	12,9	1,1	4,0	5,5	5,0	4,0	3,8
Катар	8,1	17,7	7,5	26,2	18,0	17,7	12,0	16,6	18,8	6,0	4,6	7,0
Саудовская Аравия	2,2	5,3	5,6	3,2	2,0	4,2	0,1	4,6	6,8	6,0	4,1	4,2
Судан ⁵	6,1	3,9	7,5	10,1	11,5	3,2	3,0	4,5	-3,9	-7,3	-1,5	1,7
Сирийская Арабская Республика ⁶	2,5	6,9	6,2	5,0	5,7	4,5	5,9	3,4	...	...	...	...
Тунис	4,5	6,0	4,0	5,7	6,3	4,5	3,1	3,1	-0,8	2,2	3,5	6,7
Объединенные Арабские Эмираты	6,1	10,1	8,6	8,8	6,5	5,3	-3,3	0,9	4,9	2,3	2,8	3,7
Йеменская Республика	5,0	4,0	5,6	3,2	3,3	3,6	3,9	7,7	-10,5	-0,9	2,9	4,5

Таблица А4. Страны с формирующимся рынком и развивающиеся страны: реальный ВВП (окончание)

	Среднее										Прогнозы		
	1994–2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2017	
Африка к югу от Сахары	4,0	7,1	6,2	6,4	7,1	5,6	2,8	5,3	5,1	5,4	5,3	5,5	
Ангола	6,7	11,2	20,6	20,7	22,6	13,8	2,4	3,4	3,4	9,7	6,8	6,2	
Бенин	4,7	3,1	2,9	3,8	4,6	5,0	2,7	2,6	3,1	3,5	4,7	4,9	
Ботсвана	6,6	6,0	1,6	5,1	4,8	3,0	-4,9	7,2	4,6	3,3	4,6	4,3	
Буркина-Фасо	5,9	4,5	8,7	5,5	3,6	5,2	3,2	7,9	5,6	5,0	6,4	7,0	
Бурунди	-1,1	3,8	4,4	5,4	4,8	5,0	3,5	3,8	4,2	4,8	5,0	6,0	
Камерун ⁷	3,7	3,7	2,3	3,2	3,4	2,6	2,0	2,9	4,1	4,1	4,5	5,0	
Кабо-Верде	7,2	4,3	6,5	10,1	8,6	6,2	3,7	5,2	5,0	4,3	4,4	5,0	
Центральноафриканская Республика	0,9	1,0	2,4	3,8	3,7	2,0	1,7	3,3	3,1	4,1	4,2	5,7	
Чад	5,2	33,6	7,9	0,2	0,2	1,7	-1,2	13,0	1,6	6,9	0,1	2,6	
Коморские Острова	1,5	-0,2	4,2	1,2	0,5	1,0	1,8	2,1	2,2	2,5	4,0	4,0	
Демократическая Республика Конго	-1,6	6,6	7,8	5,6	6,3	6,2	2,8	7,0	6,9	6,5	6,7	5,7	
Республика Конго	1,9	3,5	7,8	6,2	-1,6	5,6	7,5	8,8	4,5	3,1	5,4	4,3	
Кот-д'Ивуар	1,7	1,6	1,9	0,7	1,6	2,3	3,7	2,4	-4,7	8,1	6,2	6,7	
Экваториальная Гвинея	37,0	38,0	9,7	1,3	21,4	10,7	5,7	-0,8	7,1	4,0	6,8	5,2	
Эритрея	3,6	1,5	2,6	-1,0	1,4	-9,8	3,9	2,2	8,7	7,5	3,4	-3,2	
Эфиопия	4,0	11,7	12,6	11,5	11,8	11,2	10,0	8,0	7,5	5,0	5,5	6,5	
Габон	1,4	1,4	3,0	1,2	5,6	2,3	-1,4	6,6	5,8	5,6	2,3	2,3	
Гамбия	3,9	7,0	-0,3	0,8	4,0	6,5	6,7	5,5	3,3	-1,7	9,7	5,6	
Гана	4,6	5,3	6,0	6,1	6,5	8,4	4,0	7,7	13,6	8,8	7,4	5,7	
Гвинея	4,0	2,3	3,0	2,5	1,8	4,9	-0,3	1,9	3,6	4,7	4,8	14,4	
Гвинея-Бисау	0,2	2,8	4,3	2,1	3,2	3,2	3,0	3,5	5,3	4,5	4,7	4,5	
Кения	2,5	4,6	6,0	6,3	7,0	1,5	2,6	5,6	5,0	5,2	5,7	6,5	
Лесото	3,6	2,4	3,1	4,4	4,9	4,7	3,6	5,7	4,2	5,2	2,2	3,1	
Либерия	...	2,6	5,3	7,8	9,4	4,7	2,8	5,0	6,4	8,8	5,1	8,6	
Мадагаскар	2,2	5,3	4,6	5,0	6,2	7,1	-4,1	0,5	0,5	2,9	5,1	5,4	
Малави	2,6	5,5	2,6	2,1	9,5	8,3	9,0	6,5	5,5	4,3	4,1	4,1	
Мали	4,9	2,3	6,1	5,3	4,3	5,0	4,5	5,8	2,7	6,0	5,8	5,3	
Маврикий	4,2	5,5	1,5	4,5	5,9	5,5	3,0	4,1	4,1	3,6	4,0	4,2	
Мозамбик	8,3	7,9	8,4	8,7	7,3	6,8	6,3	6,8	7,1	6,7	7,2	7,8	
Намибия	3,6	12,3	2,5	7,1	5,4	3,4	-0,4	6,6	3,6	4,0	4,2	4,4	
Нигер	3,3	-0,8	8,4	5,8	3,1	9,6	-0,9	8,0	2,3	14,0	6,6	5,5	
Нигерия	5,5	10,6	5,4	6,2	7,0	6,0	7,0	8,0	7,2	7,1	6,6	6,6	
Руанда	3,5	7,4	9,4	9,2	5,5	11,2	4,1	7,5	8,8	7,6	7,0	6,5	
Сан-Томе и Принсипи	2,4	4,5	1,6	12,6	2,0	9,1	4,0	4,5	4,9	5,5	6,0	3,5	
Сенегал	3,8	5,9	5,6	2,4	5,0	3,7	2,1	4,1	2,6	3,8	4,5	5,4	
Сейшельские Острова	2,1	-2,9	6,7	6,3	9,9	-1,0	0,5	6,7	4,9	2,8	3,7	3,9	
Сьерра-Леоне	-1,0	7,4	7,2	7,3	6,4	5,5	3,2	5,0	5,3	35,9	9,1	4,3	
Южная Африка	3,0	4,6	5,3	5,6	5,5	3,6	-1,5	2,9	3,1	2,7	3,4	3,7	
Свазиленд	2,8	2,3	2,2	2,9	2,8	3,1	1,2	2,0	0,3	-2,7	-0,9	0,3	
Танзания	4,5	7,8	7,4	7,0	6,9	7,3	6,7	6,5	6,7	6,4	6,7	7,0	
Того	3,3	2,1	1,2	4,1	2,3	2,4	3,4	4,0	4,1	4,4	4,6	4,1	
Уганда	7,0	6,8	6,3	10,8	8,4	8,8	7,2	5,9	6,7	4,2	5,4	7,0	
Замбия	1,0	5,4	5,3	6,2	6,2	5,7	6,4	7,6	6,6	7,7	8,3	7,7	
Зимбабве ⁸	...	-5,7	-5,7	-3,5	-3,6	-17,6	5,8	8,1	9,3	4,7	6,3	3,6	

¹По многим странам показатели за последние годы представляют собой оценки персонала МВФ. По некоторым странам данные приводятся за бюджетные годы.

²По ряду стран данные относятся к реальному чистому материальному продукту (ЧМП) или представляют собой оценки, основанные на ЧМП. По многим странам показатели за последние годы представляют собой оценки персонала МВФ. Эти показатели следует рассматривать исключительно как характеристики общего порядка величины, поскольку достоверные, сопоставимые данные, как правило, отсутствуют. В частности, последние показатели не в полной мере отражают рост выпуска продукции новых частных предприятий неформального сектора экономики.

³Грузия и Монголия, которые не являются членами Содружества Независимых Государств, включены в эту группу в силу их географического положения и схожих характеристик структуры экономики.

⁴Показатели основаны на официальных данных Аргентины по ВВП. МВФ призвал власти Аргентины принять коррективные меры по повышению качества этих данных. Персонал МВФ использует также альтернативные показатели роста ВВП для целей макроэкономического надзора, включая оценки частных аналитиков, которые были значительно ниже официальных данных о росте ВВП, начиная с 2008 года.

⁵Данные за 2011 год не включают Южный Судан после 9 июля. Данные начиная с 2012 относятся к теперешнему Судану.

⁶Данные по Сирийской Арабской Республике начиная с 2011 года не включены ввиду неопределенности политической ситуации.

⁷Процентные изменения в 2002 году рассчитаны за период в 18 месяцев, что связано с изменением цикла бюджетного года (с «июль-июнь» на «январь-декабрь»).

⁸Зимбабвийский доллар вышел из обращения в начале 2009 года. Данные основаны на оценках изменений цен и валютных курсов в долларах США, составленных персоналом МВФ. Значения оценок персонала МВФ в долларах США могут отличаться от оценок властей. Реальный ВВП рассчитан в постоянных ценах 2009 года.

Таблица А5. Сводные данные по инфляции

(В процентах)

	Среднее									Прогнозы		
	1994–2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2017
Дефляторы ВВП												
Страны с развитой экономикой	1,7	2,0	2,1	2,1	2,2	2,0	0,8	1,0	1,4	1,5	1,5	1,8
Соединенные Штаты	1,9	2,8	3,3	3,2	2,9	2,2	1,1	1,2	2,1	1,3	1,5	1,9
Зона евро	2,0	1,9	1,9	1,8	2,4	2,0	0,9	0,7	1,4	1,8	1,4	1,6
Япония	-0,8	-1,4	-1,3	-1,1	-0,9	-1,3	-0,5	-2,1	-2,0	-0,2	-0,1	0,8
Другие страны с развитой экономикой ¹	2,2	2,4	2,0	2,2	2,5	3,0	0,9	2,5	1,9	2,2	2,2	2,1
Потребительские цены												
Страны с развитой экономикой	2,1	2,0	2,3	2,4	2,2	3,4	0,1	1,5	2,7	1,9	1,7	1,9
Соединенные Штаты	2,4	2,7	3,4	3,2	2,9	3,8	-0,3	1,6	3,1	2,1	1,9	2,0
Зона евро ²	2,0	2,2	2,2	2,2	2,1	3,3	0,3	1,6	2,7	2,0	1,6	1,8
Япония	0,0	0,0	-0,3	0,2	0,1	1,4	-1,3	-0,7	-0,3	0,0	0,0	0,9
Другие страны с развитой экономикой ¹	2,3	1,8	2,1	2,1	2,1	3,8	1,5	2,4	3,3	2,4	2,3	2,2
Страны с формирующимся рынком и развивающиеся страны	19,8	5,9	5,7	5,6	6,5	9,2	5,2	6,1	7,1	6,2	5,6	4,5
Региональные группы												
Центральная и Восточная Европа Содружество Независимых Государств ³	37,7	6,6	5,9	5,9	6,0	8,1	4,7	5,3	5,3	6,2	4,5	3,8
Развивающиеся страны Азии	62,9	10,4	12,1	9,4	9,7	15,6	11,2	7,2	10,1	7,1	7,7	6,5
Латинская Америка и Карибский бассейн	6,1	4,1	3,7	4,2	5,4	7,4	3,0	5,7	6,5	5,0	4,6	3,6
Ближний Восток и Северная Африка	25,7	6,6	6,3	5,3	5,4	7,9	6,0	6,0	6,6	6,4	5,9	5,6
Африка к югу от Сахары	8,2	6,6	5,6	7,6	10,1	13,6	6,6	6,9	9,6	9,5	8,7	6,9
Африка к югу от Сахары	20,2	7,6	8,9	6,9	6,9	11,7	10,6	7,4	8,2	9,6	7,5	5,3
<i>Для справки</i>												
Европейский союз	4,2	2,3	2,3	2,3	2,4	3,7	0,9	2,0	3,1	2,3	1,8	1,9
Аналитические группы												
По источникам экспортных доходов												
Топливо	32,9	9,8	9,6	9,1	10,2	15,0	9,4	8,2	10,2	9,0	8,7	7,7
Товары, кроме топлива, в том числе первичные продукты	16,6	5,0	4,8	4,7	5,6	7,9	4,2	5,6	6,5	5,6	4,9	3,9
	19,3	4,0	5,1	5,2	5,3	9,2	5,1	3,8	5,9	5,5	4,5	4,1
По источникам внешнего финансирования												
Страны – чистые дебиторы, в том числе официальное финансирование	22,0	5,6	5,9	5,9	6,2	9,0	7,4	7,2	7,4	7,2	6,3	4,7
	19,7	6,6	7,8	7,6	8,0	13,7	9,1	6,5	9,7	10,9	8,7	5,4
Страны – чистые дебиторы, по состоянию обслуживания долга												
Страны, имевшие просроченную задолженность, и/или страны, которым предоставлялось переоформление долга, в период с 2006 по 2010 год	19,1	7,9	8,1	8,8	8,3	11,5	6,5	8,0	11,6	12,2	10,1	7,3
<i>Для справки</i>												
Медианный уровень инфляции												
Страны с развитой экономикой	2,3	2,1	2,1	2,3	2,1	3,9	0,7	2,0	3,1	2,2	1,9	2,0
Страны с формирующимся рынком и развивающиеся страны	6,7	4,4	5,5	6,0	6,3	10,3	4,0	4,4	5,8	5,2	5,0	4,0

¹В этой таблице «Другие страны с развитой экономикой» означает страны с развитой экономикой, за исключением США, стран зоны евро и Японии, но включая Эстонию.²На основе гармонизированного индекса потребительских цен Евростата.³Грузия и Монголия, которые не являются членами Содружества Независимых Государств, включены в эту группу в силу их географического положения и схожих характеристик структуры экономики.

Table A6. Страны с развитой экономикой: потребительские цены

(Годовое изменение в процентах)

	Среднее										Прогнозы			На конец периода ¹		
	1994–2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2017	Прогнозы			
													2011	2012	2013	
Страны с развитой экономикой	2,1	2,0	2,3	2,4	2,2	3,4	0,1	1,5	2,7	1,9	1,7	1,9	2,5	1,8	1,7	
Соединенные Штаты	2,4	2,7	3,4	3,2	2,9	3,8	-0,3	1,6	3,1	2,1	1,9	2,0	3,0	1,9	1,9	
Зона евро ²	2,0	2,2	2,2	2,2	2,1	3,3	0,3	1,6	2,7	2,0	1,6	1,8	2,7	1,9	1,5	
Германия	1,4	1,8	1,9	1,8	2,3	2,8	0,2	1,2	2,5	1,9	1,8	2,0	2,3	1,9	1,8	
Франция	1,6	2,3	1,9	1,9	1,6	3,2	0,1	1,7	2,3	2,0	1,6	2,0	2,3	2,0	1,6	
Италия	2,9	2,3	2,2	2,2	2,0	3,5	0,8	1,6	2,9	2,5	1,8	1,5	3,7	1,8	0,8	
Испания	3,2	3,1	3,4	3,6	2,8	4,1	-0,2	2,0	3,1	1,9	1,6	1,5	2,4	1,7	1,5	
Нидерланды	2,5	1,4	1,5	1,7	1,6	2,2	1,0	0,9	2,5	1,8	1,8	1,8	2,2	1,8	1,8	
Бельгия	1,7	1,9	2,5	2,3	1,8	4,5	0,0	2,3	3,5	2,4	1,9	1,9	3,2	2,0	1,8	
Австрия	1,6	2,0	2,1	1,7	2,2	3,2	0,4	1,7	3,6	2,2	1,9	1,9	3,6	1,9	1,9	
Греция	5,3	3,0	3,5	3,3	3,0	4,2	1,3	4,7	3,1	-0,5	-0,3	1,4	2,2	0,8	0,0	
Португалия	3,2	2,5	2,1	3,0	2,4	2,7	-0,9	1,4	3,6	3,2	1,4	1,5	3,8	2,6	1,3	
Финляндия	1,6	0,1	0,8	1,3	1,6	3,9	1,6	1,7	3,3	2,9	2,1	2,0	2,6	2,8	2,2	
Ирландия	3,1	2,3	2,1	2,7	2,8	3,1	-1,7	-1,6	1,1	1,7	1,2	1,8	1,9	1,5	1,3	
Словацкая Республика	8,3	7,5	2,8	4,3	1,9	3,9	0,9	0,7	4,1	3,8	2,3	2,8	4,7	2,8	2,1	
Словения	9,6	3,6	2,5	2,5	3,6	5,7	0,9	1,8	1,8	2,2	1,8	2,1	2,1	2,3	1,9	
Люксембург	1,9	2,2	2,5	2,7	2,3	3,4	0,4	2,3	3,4	2,3	1,6	1,5	3,2	1,9	1,4	
Эстония	12,9	3,0	4,1	4,4	6,6	10,4	-0,1	2,9	5,1	3,9	2,6	2,8	4,1	3,5	2,6	
Кипр	3,0	1,9	2,0	2,2	2,2	4,4	0,2	2,6	3,5	2,8	2,2	2,0	4,2	2,2	2,2	
Мальта	3,0	2,7	2,5	2,6	0,7	4,7	1,8	2,0	2,4	2,0	1,9	2,2	1,3	1,8	2,6	
Япония	0,0	0,0	-0,3	0,2	0,1	1,4	-1,3	-0,7	-0,3	0,0	0,0	0,9	-0,2	0,2	0,1	
Соединенное Королевство ²	1,7	1,3	2,0	2,3	2,3	3,6	2,1	3,3	4,5	2,4	2,0	2,0	4,7	2,0	2,0	
Канада	1,8	1,8	2,2	2,0	2,1	2,4	0,3	1,8	2,9	2,2	2,0	2,0	2,7	2,0	2,0	
Корея	4,1	3,6	2,8	2,2	2,5	4,7	2,8	2,9	4,0	3,4	3,2	3,0	4,2	3,2	3,0	
Австралия	2,6	2,3	2,7	3,5	2,3	4,4	1,8	2,8	3,4	2,7	3,0	2,4	3,1	3,5	2,4	
Тайвань, провинция Китая	1,4	1,6	2,3	0,6	1,8	3,5	-0,9	1,0	1,4	1,3	1,8	2,0	-3,5	1,3	1,8	
Швеция	1,6	1,0	0,8	1,5	1,7	3,3	2,0	1,9	1,4	2,5	2,0	2,0	0,4	3,1	2,0	
Швейцария	1,7	-0,4	0,9	2,0	2,0	4,3	0,6	2,3	5,3	3,8	3,0	3,0	5,7	3,8	3,0	
САР Гонконг	0,9	0,8	1,2	1,1	0,7	2,4	-0,5	0,7	0,2	-0,5	0,5	1,0	0,2	-0,5	0,5	
Сингапур	1,0	1,7	0,5	1,0	2,1	6,6	0,6	2,8	5,2	3,5	2,3	2,0	5,5	2,5	2,2	
Чешская Республика	...	2,8	1,8	2,5	2,9	6,3	1,0	1,5	1,9	3,5	1,9	2,0	2,4	3,2	1,8	
Норвегия	2,2	0,5	1,5	2,3	0,7	3,8	2,2	2,4	1,3	1,5	2,0	2,5	0,2	1,7	2,2	
Израиль	6,1	-0,4	1,3	2,1	0,5	4,6	3,3	2,7	3,4	2,0	2,0	2,0	2,2	2,3	2,0	
Дания	2,1	1,1	1,8	1,9	1,7	3,4	1,3	2,3	2,8	2,6	2,2	1,8	2,5	2,7	2,4	
Новая Зеландия	2,0	2,3	3,0	3,4	2,4	4,0	2,1	2,3	4,0	2,1	2,4	2,0	1,8	2,6	2,5	
Исландия	3,1	3,2	4,0	6,8	5,0	12,4	12,0	5,4	4,0	4,8	3,5	2,5	5,5	4,1	2,9	
<i>Для справки</i>																
Основные страны с развитой экономикой	1,8	2,0	2,3	2,3	2,2	3,2	-0,1	1,4	2,6	1,8	1,6	1,8	2,6	1,6	1,5	
Новые индустриальные страны Азии	2,8	2,4	2,2	1,6	2,2	4,5	1,3	2,3	3,6	2,9	2,7	2,6	2,3	2,7	2,6	

¹Изменения в декабре по сравнению с декабрем предыдущего года. Некоторые страны указывают изменения в IV кв. по сравнению с IV кв. предыдущего года.

²На основе гармонизированного индекса потребительских цен Евростата.

Таблица А7. Страны с формирующимся рынком и развивающиеся страны: потребительские цены¹

(Годовое изменение в процентах)

	Среднее										Прогнозы			На конец периода ²		
	1994–2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2017	2011	2012	2013	
											Прогнозы			Прогнозы		
Центральная и Восточная																
Европа³	37,7	6,6	5,9	5,9	6,0	8,1	4,7	5,3	5,3	6,2	4,5	3,8	6,4	5,3	4,1	
Албания	10,3	2,9	2,4	2,4	2,9	3,4	2,2	3,6	3,4	1,9	3,0	3,0	1,7	3,1	3,0	
Босния и Герцеговина	...	0,3	3,6	6,1	1,5	7,4	-0,4	2,1	3,7	2,2	2,1	2,4	2,7	2,2	2,1	
Болгария	62,5	6,1	6,0	7,4	7,6	12,0	2,5	3,0	3,4	2,1	2,3	3,0	2,0	2,1	2,5	
Хорватия	10,7	2,0	3,3	3,2	2,9	6,1	2,4	1,0	2,3	2,2	2,4	3,0	2,0	2,5	2,7	
Венгрия	14,0	6,8	3,6	3,9	7,9	6,1	4,2	4,9	3,9	5,2	3,5	3,0	4,1	5,0	3,2	
Косово	...	-1,1	-1,4	0,6	4,4	9,4	-2,4	3,5	7,3	0,6	1,2	1,3	3,6	1,0	1,9	
Латвия	9,8	6,2	6,9	6,6	10,1	15,3	3,3	-1,2	4,2	2,6	2,2	2,1	3,9	2,0	2,4	
Литва	...	1,2	2,7	3,8	5,8	11,1	4,2	1,2	4,1	3,1	2,5	2,2	3,5	3,3	2,3	
БЮР Македония	12,4	-0,4	0,5	3,2	2,3	8,4	-0,8	1,5	3,9	2,0	2,0	2,0	2,8	2,0	2,0	
Черногория	...	3,1	3,4	2,1	3,5	9,0	3,6	0,7	3,1	2,0	1,1	1,3	2,8	1,7	1,3	
Польша	12,8	3,5	2,1	1,0	2,5	4,2	3,5	2,5	4,3	3,8	2,7	2,5	4,6	3,2	2,5	
Румыния	53,2	11,9	9,0	6,6	4,8	7,8	5,6	6,1	5,8	2,9	3,1	3,0	3,1	3,6	3,0	
Сербия	...	10,6	16,2	10,7	6,9	12,4	8,1	6,2	11,2	4,1	4,3	3,8	7,0	4,5	4,0	
Турция	67,3	8,6	8,2	9,6	8,8	10,4	6,3	8,6	6,5	10,6	7,1	5,5	10,4	8,6	6,2	
Содружество Независимых																
Государств^{3,4}	62,9	10,4	12,1	9,4	9,7	15,6	11,2	7,2	10,1	7,1	7,7	6,5	9,2	7,7	7,4	
Россия	57,5	10,9	12,7	9,7	9,0	14,1	11,7	6,9	8,4	4,8	6,4	6,5	6,1	6,2	6,5	
Кроме России	79,1	9,0	10,6	8,8	11,5	19,5	10,1	7,9	14,0	12,7	10,7	6,4	17,0	11,3	9,5	
Армения	72,9	7,0	0,6	3,0	4,6	9,0	3,5	7,3	7,7	4,0	4,2	4,0	4,7	4,5	4,0	
Азербайджан	62,4	6,7	9,7	8,4	16,6	20,8	1,6	5,7	7,9	5,6	6,1	6,0	5,6	5,6	6,5	
Беларусь	175,7	18,1	10,3	7,0	8,4	14,8	13,0	7,7	53,2	66,0	35,8	6,9	108,7	38,4	27,5	
Грузия	...	5,8	8,2	9,2	9,2	10,0	1,7	7,1	8,5	1,7	5,5	6,0	2,0	5,0	6,0	
Казахстан	59,9	6,9	7,5	8,6	10,8	17,1	7,3	7,1	8,3	5,5	7,0	6,0	7,4	6,4	6,8	
Кыргызская Республика	29,4	4,1	4,3	5,6	10,2	24,5	6,8	7,8	16,6	4,1	8,1	5,9	5,7	8,0	7,5	
Молдова	34,6	12,4	11,9	12,7	12,4	12,7	0,0	7,4	7,6	5,5	5,0	5,0	7,8	5,0	5,0	
Монголия	24,2	7,9	12,5	4,5	8,2	26,8	6,3	10,2	9,5	13,6	12,5	7,0	11,1	14,2	10,8	
Таджикистан	105,9	7,2	7,3	10,0	13,2	20,4	6,5	6,5	12,4	7,9	8,4	7,0	9,3	9,0	7,3	
Туркменистан	146,2	5,9	10,7	8,2	6,3	14,5	-2,7	4,4	5,8	6,2	7,0	7,0	5,3	7,0	7,0	
Украина	70,2	9,0	13,5	9,1	12,8	25,2	15,9	9,4	8,0	4,5	6,7	5,0	4,6	7,9	5,9	
Узбекистан	91,6	6,6	10,0	14,2	12,3	12,7	14,1	9,4	12,8	12,7	10,9	11,0	13,3	11,0	11,0	

Таблица А7. Страны с формирующимся рынком и развивающиеся страны: потребительские цены¹ (продолжение)

	Среднее										Прогнозы			На конец периода ²		
	1994–2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2017	Прогнозы			
													2011	2012	2013	
Развивающиеся страны Азии	6,1	4,1	3,7	4,2	5,4	7,4	3,0	5,7	6,5	5,0	4,6	3,6	5,2	5,3	3,9	
Исламская Респ. Афганистан	...	13,2	12,3	5,1	13,0	26,8	-12,2	7,7	11,2	4,5	5,0	5,0	7,7	5,0	5,0	
Бангладеш	5,2	6,1	7,0	6,8	9,1	8,9	5,4	8,1	10,7	10,4	7,9	4,8	10,6	9,6	6,8	
Бутан	6,1	4,6	5,3	5,0	5,2	8,3	4,4	7,0	8,6	8,4	7,3	5,5	6,8	8,5	6,3	
Бруней-Даруссалам	1,1	0,9	1,1	0,2	1,0	2,1	1,0	0,4	2,0	1,6	1,4	1,3	1,8	1,6	1,4	
Камбоджа	5,3	3,9	6,3	6,1	7,7	25,0	-0,7	4,0	5,5	4,0	3,6	5,7	4,9	5,5	4,6	
Китай	4,9	3,9	1,8	1,5	4,8	5,9	-0,7	3,3	5,4	3,3	3,0	3,0	4,1	3,5	2,5	
Республика Фиджи	2,7	2,8	2,3	2,5	4,8	7,7	3,7	5,5	8,6	4,9	4,5	3,5	7,0	4,8	4,5	
Индия	7,0	3,9	4,0	6,3	6,4	8,3	10,9	12,0	8,6	8,2	7,3	4,0	6,6	8,5	6,3	
Индонезия	13,7	6,1	10,5	13,1	6,7	9,8	4,8	5,1	5,4	6,2	6,0	4,0	3,8	7,5	5,2	
Кирибати	2,5	-0,9	-0,3	-1,5	4,2	11,0	8,8	-2,8	2,8	2,5	2,0	2,5	2,8	2,5	2,0	
Лаосская НДР	29,7	10,5	7,2	6,8	4,5	7,6	0,0	6,0	8,7	6,7	5,3	3,5	9,7	6,0	4,8	
Малайзия	2,7	1,4	3,0	3,6	2,0	5,4	0,6	1,7	3,2	2,7	2,5	2,5	3,2	2,7	2,5	
Мальдивские Острова	2,1	6,3	2,5	3,5	7,4	12,3	4,0	4,7	12,1	11,5	8,3	3,0	15,0	8,0	8,0	
Мьянма	...	3,8	10,7	26,3	32,9	22,5	8,2	8,2	4,2	5,8	6,3	5,3	5,0	5,4	5,3	
Непал	6,5	4,0	4,5	8,0	6,2	6,7	12,6	9,5	9,6	7,8	7,4	5,5	9,7	7,2	6,9	
Пакистан	7,3	4,0	9,3	8,0	7,8	10,8	17,6	10,1	13,7	12,0	12,5	14,0	13,3	11,0	11,5	
Папуа-Новая Гвинея	11,5	2,1	1,8	2,4	0,9	10,8	6,9	6,0	8,4	6,8	6,7	6,5	6,9	6,8	6,7	
Филиппины	6,3	5,6	7,8	5,6	3,0	8,2	4,2	3,8	4,8	3,4	4,1	4,0	4,2	4,2	4,0	
Самоа	4,0	7,8	7,8	3,5	4,7	6,3	14,6	-0,2	2,9	7,5	4,0	4,0	2,9	5,5	4,0	
Соломоновы Острова	9,6	6,9	7,0	11,1	7,7	17,4	7,1	1,0	6,7	5,3	4,2	4,6	7,1	5,2	4,6	
Шри-Ланка	9,4	9,0	11,0	10,0	15,8	22,4	3,5	6,2	6,7	7,5	8,0	6,0	4,9	9,1	7,0	
Таиланд	3,6	2,8	4,5	4,6	2,2	5,5	-0,8	3,3	3,8	3,9	3,3	3,0	3,5	5,5	1,6	
Тимор-Лешти	...	3,2	1,1	3,9	10,3	9,0	0,7	6,8	13,5	13,0	8,0	8,0	17,4	9,5	8,0	
Тонга	5,1	10,8	8,5	6,1	7,4	7,4	3,5	3,9	5,3	4,5	5,3	6,0	5,4	4,5	6,0	
Тувалу	...	2,4	3,2	4,2	2,3	10,4	-0,3	-1,9	0,5	2,6	2,7	2,7	...	...	...
Вануату	2,5	1,4	1,2	2,0	3,9	4,8	4,3	2,8	1,2	2,6	3,0	3,0	1,8	3,0	3,0	
Вьетнам	5,1	7,9	8,4	7,5	8,3	23,1	6,7	9,2	18,7	12,6	6,8	5,0	18,1	9,5	5,9	

Таблица А7. Страны с формирующимся рынком и развивающиеся страны: потребительские цены¹ (продолжение)

	Среднее										Прогнозы			На конец периода ²			
	1994–2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011		2012	2013	2017	2011	2012	2013	
Латинская Америка и																	
 Карибский бассейн	25,7	6,6	6,3	5,3	5,4	7,9	6,0	6,0	6,6	6,4	5,9	5,6	6,7	6,3	5,9		
Антигуа и Барбуда	2,2	2,0	2,1	1,8	1,4	5,3	-0,6	3,4	3,3	4,5	2,8	2,4	3,9	3,4	3,0		
Аргентина ⁵	4,2	4,4	9,6	10,9	8,8	8,6	6,3	10,5	9,8	9,9	9,9	11,0	9,8	10,3	10,3		
Багамские Острова	1,7	1,2	2,0	1,8	2,5	4,4	2,1	1,0	2,5	2,0	2,0	2,0	4,0	1,5	2,0		
Барбадос	1,8	1,4	6,1	7,3	4,0	8,1	3,7	5,8	9,4	6,4	5,6	4,4	9,5	6,0	5,3		
Белиз	1,7	3,1	3,7	4,2	2,3	6,4	2,0	-0,2	1,9	3,2	2,5	2,5	3,8	2,5	2,5		
Боливия	5,5	8,1	5,2	4,1	8,7	10,3	6,5	2,5	9,9	4,9	4,5	4,0	6,9	5,0	4,4		
Бразилия	52,7	6,6	6,9	4,2	3,6	5,7	4,9	5,0	6,6	5,2	5,0	4,5	6,5	5,0	5,0		
Чили	5,4	1,1	3,1	3,4	4,4	8,7	1,5	1,4	3,3	3,8	3,0	3,0	4,4	3,2	3,0		
Колумбия	14,2	5,9	5,0	4,3	5,5	7,0	4,2	2,3	3,4	3,5	3,1	3,0	3,7	3,1	3,1		
Коста-Рика	12,9	12,3	13,8	11,5	9,4	13,4	7,8	5,7	4,9	5,4	6,0	4,0	4,7	6,5	5,5		
Доминика	1,2	2,4	1,6	2,6	3,2	6,4	0,0	3,2	2,3	2,5	2,5	1,5	4,0	2,0	2,3		
Доминиканская Республика	9,3	51,5	4,2	7,6	6,1	10,6	1,4	6,3	8,5	5,5	5,5	4,0	7,8	6,0	5,0		
Эквадор	33,0	2,7	2,1	3,3	2,3	8,4	5,2	3,6	4,5	5,7	4,8	3,0	5,4	5,7	4,5		
Сальвадор	4,4	4,5	4,7	4,0	4,6	7,3	0,4	1,2	3,6	4,5	3,4	2,8	5,1	4,0	2,8		
Гренада	1,6	2,3	3,5	4,3	3,9	8,0	-0,3	3,4	3,0	3,2	2,2	2,0	3,5	2,4	2,2		
Гватемала	8,0	7,6	9,1	6,6	6,8	11,4	1,9	3,9	6,2	4,6	4,6	4,0	6,2	5,0	4,5		
Гайана	6,7	4,7	6,9	6,7	12,2	8,1	3,0	3,7	5,7	5,5	5,6	5,6	6,2	4,9	6,2		
Гаити	19,0	28,3	16,8	14,2	9,0	14,4	3,4	4,1	7,4	7,7	7,0	3,4	10,4	8,0	4,9		
Гондурас	15,1	8,0	8,8	5,6	6,9	11,5	8,7	4,7	6,8	5,2	6,4	6,0	5,6	6,3	6,2		
Ямайка	13,4	13,5	15,1	8,5	9,3	22,0	9,6	12,6	7,5	6,9	6,8	6,6	6,0	6,9	6,5		
Мексика	15,0	4,7	4,0	3,6	4,0	5,1	5,3	4,2	3,4	3,9	3,0	3,0	3,8	3,6	3,1		
Никарагуа	8,2	8,5	9,6	9,1	11,1	19,8	3,7	5,5	8,1	9,0	6,8	6,9	8,0	7,5	7,3		
Панама	1,0	0,5	2,9	2,5	4,2	8,8	2,4	3,5	5,9	6,0	5,5	4,0	6,3	6,2	5,5		
Парагвай	10,9	4,3	6,8	9,6	8,1	10,2	2,6	4,7	6,6	5,0	5,0	4,1	4,9	5,0	5,0		
Перу	7,2	3,7	1,6	2,0	1,8	5,8	2,9	1,5	3,4	3,3	2,6	2,0	4,7	2,6	2,3		
Сент-Китс и Невис	3,1	2,2	3,4	8,5	4,5	5,3	2,1	1,0	5,4	2,8	1,8	2,5	1,2	2,1	2,5		
Сент-Люсия	2,6	1,5	3,9	3,6	2,8	5,5	-0,2	3,3	2,8	3,2	2,3	2,5	4,8	2,0	2,6		
Сент-Винсент и Гренадины	1,3	2,9	3,4	3,0	7,0	10,1	0,4	0,8	3,2	2,7	1,6	2,5	4,7	0,7	2,6		
Суринам	62,0	9,1	9,9	11,3	6,4	14,6	-0,1	6,9	17,7	6,3	5,5	4,0	15,3	7,5	4,0		
Тринидад и Тобаго	4,2	3,7	6,9	8,3	7,9	12,0	7,0	10,5	5,1	5,4	4,0	4,0	5,3	4,0	4,0		
Уругвай	18,6	9,2	4,7	6,4	8,1	7,9	7,1	6,7	8,1	7,4	6,6	6,0	8,6	7,0	6,0		
Венесуэла	39,1	21,7	16,0	13,7	18,7	30,4	27,1	28,2	26,1	31,6	28,8	27,3	25,2	33,4	28,7		
Ближний Восток и Северная																	
 Африка	8,2	6,6	5,6	7,6	10,1	13,6	6,6	6,9	9,6	9,5	8,7	6,9	9,4	9,0	8,7		
Алжир	9,4	3,6	1,6	2,3	3,6	4,9	5,7	3,9	4,5	5,5	4,5	4,3	4,5	6,5	4,5		
Бахрейн	0,9	2,2	2,6	2,0	3,3	3,5	2,8	2,0	1,0	1,0	1,5	2,0	1,0	2,0	2,0		
Джибути	2,5	3,1	3,1	3,5	5,0	12,0	1,7	4,0	5,1	4,3	2,5	2,5	7,6	2,0	1,3		
Египет	5,1	8,1	8,8	4,2	11,0	11,7	16,2	11,7	11,1	9,5	12,1	7,0	11,8	10,8	12,7		
Исламская Респ. Иран	21,4	15,3	10,4	11,9	18,4	25,4	10,8	12,4	21,3	21,8	18,2	15,5	19,6	18,0	18,2		
Ирак	...	...	...	53,2	30,8	2,7	-2,2	2,4	6,0	7,0	6,0	4,0	6,0	7,0	6,0		
Иордания	2,5	3,4	3,5	6,3	4,7	13,9	-0,7	5,0	4,4	4,9	5,6	4,4	3,3	4,9	5,4		
Кувейт	1,7	1,3	4,1	3,1	5,5	10,6	4,0	4,0	4,7	3,5	4,0	4,1	4,7	3,5	4,0		
Ливан	4,1	1,7	-0,7	5,6	4,1	10,8	1,2	4,5	5,0	4,0	3,3	2,0	3,1	4,5	2,0		
Ливия	0,7	1,0	2,9	1,4	6,2	10,4	2,4	2,5	14,1	1,9	-2,3	5,0	14,1	1,9	-2,3		
Мавритания	4,9	10,4	12,1	6,2	7,3	7,3	2,2	6,3	5,7	5,3	6,1	5,1	5,5	6,0	6,3		
Марокко	2,5	1,5	1,0	3,3	2,0	3,9	1,0	1,0	0,9	2,0	2,5	2,6	0,9	2,0	2,5		
Оман	-0,3	0,7	1,9	3,4	5,9	12,6	3,5	3,3	4,0	3,2	3,0	2,7	3,3	3,1	3,0		
Катар	2,5	6,8	8,8	11,8	13,8	15,0	-4,9	-2,4	2,0	4,0	4,0	5,0	2,0	4,0	4,0		
Саудовская Аравия	0,4	0,4	0,6	2,3	4,1	9,9	5,1	5,4	5,0	4,8	4,4	4,0	5,3	4,7	4,2		
Судан ⁶	36,4	8,4	8,5	7,2	8,0	14,3	11,3	13,0	18,1	23,2	26,0	12,3	18,9	28,2	25,9		
Сирийская Арабская Республика ⁷	3,2	4,4	7,2	10,4	4,7	15,2	2,8	4,4	...	...	...	...	...	...	...
Тунис	3,5	3,6	2,0	4,1	3,4	4,9	3,5	4,4	3,5	5,0	4,0	3,5	3,5	5,0	4,0		
Объединенные Арабские																	
Эмираты	3,0	5,0	6,2	9,3	11,1	12,3	1,6	0,9	0,9	1,5	1,7	2,1	1,2	1,6	1,8		
Йеменская Республика	22,6	12,5	9,9	10,8	7,9	19,0	3,7	11,2	17,6	17,1	14,1	8,0	22,7	16,1	12,0		

Таблица А7. Страны с формирующимся рынком и развивающиеся страны: потребительские цены¹ (окончание)

	Среднее										Прогнозы			На конец периода ²		
	1994–2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	Прогнозы			Прогнозы			
										2012	2013	2017	2011	2012	2013	
Африка к югу от Сахары	20,2	7,6	8,9	6,9	6,9	11,7	10,6	7,4	8,2	9,6	7,5	5,3	9,7	8,6	7,0	
Ангولا	413,6	43,6	23,0	13,3	12,2	12,5	13,7	14,5	13,5	11,1	8,3	4,5	11,4	10,0	7,0	
Бенин	7,5	0,9	5,4	3,8	1,3	8,0	2,2	2,1	2,7	7,0	3,5	2,8	1,8	7,2	3,5	
Ботсвана	8,7	7,0	8,6	11,6	7,1	12,6	8,1	6,9	8,5	7,8	6,7	6,0	9,2	6,7	6,6	
Буркина-Фасо	5,2	-0,4	6,4	2,4	-0,2	10,7	2,6	-0,6	2,7	2,5	2,0	2,0	5,1	2,5	2,0	
Бурунди	14,6	11,8	1,2	9,1	14,4	26,0	4,6	4,1	14,9	10,3	8,4	5,5	14,9	10,3	8,4	
Камерун ³	6,1	0,3	2,0	4,9	1,1	5,3	3,0	1,3	2,9	3,0	3,0	2,5	2,7	3,0	3,0	
Кабо-Верде	3,9	-1,9	0,4	4,8	4,4	6,8	1,0	2,1	4,5	2,1	2,0	2,0	3,6	2,3	2,3	
Центральноафриканская Республика	5,6	-2,2	2,9	6,7	0,9	9,3	3,5	1,5	0,7	2,5	1,9	1,8	1,3	1,8	2,0	
Чад	7,3	-4,8	3,7	7,7	-7,4	8,3	10,1	-2,1	1,9	5,5	3,0	3,0	10,8	5,5	3,0	
Коморские Острова	5,0	4,5	3,0	3,4	4,5	4,8	4,8	3,9	6,8	5,6	3,1	3,4	7,0	4,3	2,0	
Демократическая Республика Конго	382,7	4,0	21,4	13,2	16,7	18,0	46,2	23,5	15,5	12,7	9,4	7,3	15,4	9,9	9,0	
Республика Конго	7,7	3,7	2,5	4,7	2,6	6,0	4,3	5,0	1,9	2,7	2,9	2,6	3,0	3,0	2,5	
Кот-д'Ивуар	6,3	1,5	3,9	2,5	1,9	6,3	1,0	1,4	4,9	2,0	2,5	2,5	1,9	1,5	2,5	
Экваториальная Гвинея	9,3	4,2	5,7	4,5	2,8	4,3	7,2	7,5	7,3	7,0	7,0	6,9	7,3	7,0	7,0	
Эритрея	13,0	25,1	12,5	15,1	9,3	19,9	33,0	12,7	13,3	12,3	12,3	12,3	12,3	12,3	12,3	
Эфиопия	2,4	8,6	6,8	12,3	15,8	25,3	36,4	2,8	18,1	33,9	23,1	9,0	38,1	25,4	15,5	
Габон	5,0	0,4	1,2	-1,4	5,0	5,3	1,9	1,4	1,3	2,3	2,6	3,0	2,3	2,3	2,6	
Гамбия	4,7	14,3	5,0	2,1	5,4	4,5	4,6	5,0	4,8	4,7	5,5	5,0	4,4	5,0	6,0	
Гана	27,8	12,6	15,1	10,2	10,7	16,5	19,3	10,7	8,7	9,6	8,9	7,0	8,6	9,8	9,0	
Гвинея	5,0	17,5	31,4	34,7	22,9	18,4	4,7	15,5	21,5	15,0	11,2	5,9	20,5	12,0	8,7	
Гвинея-Бисау	13,6	0,8	3,2	0,7	4,6	10,4	-1,6	1,1	5,0	3,5	2,5	2,0	3,3	2,1	1,7	
Кения	8,9	11,8	9,9	6,0	4,3	15,1	10,6	4,1	14,0	10,6	5,2	5,0	18,6	7,0	7,0	
Лесото	8,4	4,6	3,6	6,3	9,2	10,7	5,9	3,4	5,6	5,2	4,6	4,7	6,4	2,9	4,1	
Либерия	...	3,6	6,9	7,2	13,7	17,5	7,4	7,3	8,5	5,2	4,2	5,0	11,4	3,3	3,4	
Мадагаскар	15,0	14,0	18,4	10,8	10,4	9,2	9,0	9,2	10,6	8,9	8,5	5,0	10,5	9,0	8,5	
Малави	30,9	11,4	15,5	13,9	8,0	8,7	8,4	7,4	7,6	11,1	11,9	11,3	9,7	12,1	12,0	
Мали	5,0	-3,1	6,4	1,5	1,5	9,1	2,2	1,3	3,1	6,1	2,2	2,7	5,3	6,0	3,4	
Маврикий	6,0	4,7	4,9	8,7	8,6	9,7	2,5	2,9	6,5	4,8	5,6	4,4	4,9	5,2	5,6	
Мозамбик	20,6	12,6	6,4	13,2	8,2	10,3	3,3	12,7	10,4	7,2	5,6	5,6	5,5	5,6	5,6	
Намбия	8,9	4,1	2,3	5,1	6,7	10,4	8,8	4,5	5,8	6,7	5,9	4,5	7,2	6,2	5,7	
Нигер	6,0	0,4	7,8	0,1	0,1	10,5	1,1	0,9	2,9	4,5	2,0	2,0	1,4	4,5	2,0	
Нигерия	22,0	15,0	17,9	8,2	5,4	11,6	12,5	13,7	10,8	11,2	9,7	7,0	10,3	11,0	9,5	
Руанда	13,0	12,0	9,1	8,8	9,1	15,4	10,3	2,3	5,7	7,9	6,8	5,0	8,4	7,5	6,0	
Сан-Томе и Принсипи	27,7	13,3	17,2	23,1	18,6	32,0	17,0	13,3	14,3	8,3	4,9	3,0	11,9	6,0	4,0	
Сенегал	4,9	0,5	1,7	2,1	5,9	5,8	-1,7	1,2	3,4	3,0	2,2	2,1	2,7	2,8	2,1	
Сейшельские Острова	2,5	3,9	0,6	-1,9	5,3	37,0	31,7	-2,4	2,6	6,3	3,6	3,1	5,5	5,0	3,1	
Сьерра-Леоне	15,5	14,2	12,0	9,5	11,6	14,8	9,2	17,8	18,5	11,5	9,1	5,4	16,9	11,0	7,5	
Южная Африка	7,2	1,4	3,4	4,7	7,1	11,5	7,1	4,3	5,0	5,7	5,3	4,7	6,1	5,5	5,3	
Свазиленд	8,6	3,4	4,9	5,2	8,1	12,7	7,4	4,5	6,1	7,2	6,7	5,2	7,8	5,1	9,0	
Танзания	13,4	4,1	4,4	5,6	6,3	8,4	11,8	10,5	7,0	17,4	9,5	5,4	10,9	15,6	7,9	
Того	6,5	0,4	6,8	2,2	0,9	8,7	1,9	3,2	3,6	1,5	3,0	2,3	1,5	1,0	6,1	
Уганда	4,7	5,0	8,0	6,6	6,8	7,3	14,2	9,4	6,5	23,4	7,6	0,0	15,7	15,0	5,3	
Замбия	29,5	18,0	18,3	9,0	10,7	12,4	13,4	8,5	8,7	5,6	5,2	5,0	7,2	6,0	5,0	
Зимбабве ⁹	...	...	...	...	...	...	6,2	3,0	3,5	6,2	5,1	5,0	4,9	6,5	5,0

¹В соответствии со стандартной практикой, принятой в издании «Перспективы развития мировой экономики», изменения потребительских цен указываются как среднегодовые значения, а не как изменения в декабре по сравнению с декабрем предыдущего года, как это принято в некоторых странах. По многим странам показатели за последние годы представляют собой оценки персонала МВФ. По некоторым странам данные приводятся за бюджетные годы.

²Изменения в декабре по сравнению с декабрем предыдущего года. Некоторые страны указывают изменения в IV кв. по сравнению с IV кв. предыдущего года.

³Для многих стран инфляция за более ранние годы измеряется на основе индекса розничных цен. Данные инфляции по индексу потребительских цен (ИПЦ) с более широким и чаще обновляемым охватом обычно используются для последних лет.

⁴Грузия и Монголия, которые не являются членами Содружества Независимых Государств, включены в эту группу в силу их географического положения и схожих характеристик структуры экономики.

⁵Показатели основаны на официальных данных Аргентины по индексу потребительских цен ИПЦ для Большого Буэнос-Айреса (CPI-GBA). МВФ призвал власти Аргентины принять коррективные меры по повышению качества этих данных. Персонал МВФ использует также альтернативные показатели инфляции для целей макроэкономического надзора, включая данные статистических бюро провинций и частных аналитиков, которые показали значительно более высокие цифры по инфляции, чем официальные данные начиная с 2007 года.

⁶Данные за 2011 год не включают Южный Судан после 9 июля. Данные начиная с 2012 относятся к теперешнему Судану.

⁷Данные по Сирийской Арабской Республике начиная с 2011 года не включены ввиду неопределенности политической ситуации.

⁸Процентные изменения в 2002 году рассчитаны за период в 18 месяцев, что связано с изменением цикла бюджетного года (с «июль-июнь» на «январь-декабрь»).

⁹Зимбабвийский доллар вышел из обращения в начале 2009 года. Данные основаны на оценках изменений цен и валютных курсов в долларах США, составленных персоналом МВФ. Значения оценок персонала МВФ в долларах США могут отличаться от оценок властей.

Таблица А8. Основные страны с развитой экономикой: сальдо бюджета и долг сектора государственного управления¹
(В процентах ВВП, если не указано иное)

	Среднее							Прогнозы		
	1996–2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2017
Основные страны с развитой экономикой										
Чистое кредитование/заимствование	...	-2,2	-2,0	-4,5	-10,0	-8,7	-7,7	-6,8	-5,5	-3,6
Отклонение фактического объема производства от потенциала ²	0,4	0,8	0,8	-1,0	-5,9	-4,0	-3,8	-3,7	-3,2	-0,1
Структурное сальдо ²	...	-2,6	-2,5	-3,9	-6,2	-6,5	-5,9	-5,0	-4,0	-3,4
Соединенные Штаты										
Чистое кредитование/заимствование	...	-2,0	-2,7	-6,7	-13,0	-10,5	-9,6	-8,1	-6,3	-4,4
Отклонение фактического объема производства от потенциала ²	1,0	0,9	0,1	-2,2	-7,0	-5,1	-5,1	-4,9	-4,4	0,0
Структурное сальдо ²	...	-2,4	-2,8	-5,0	-7,5	-7,8	-7,2	-5,9	-4,4	-4,3
Чистый долг	43,4	48,5	48,2	53,7	65,9	73,1	80,3	83,7	86,7	88,4
Валовой долг	62,7	66,6	67,2	76,1	89,9	98,5	102,9	106,6	110,2	113,0
Зона евро										
Чистое кредитование/заимствование	-2,4	-1,3	-0,7	-2,1	-6,4	-6,2	-4,1	-3,2	-2,7	-1,1
Отклонение фактического объема производства от потенциала ²	0,0	1,4	2,7	1,6	-3,5	-2,4	-1,4	-2,3	-2,2	-0,3
Структурное сальдо ²	-2,5	-2,4	-2,3	-2,9	-4,4	-4,2	-3,2	-1,8	-1,3	-0,9
Чистый долг	55,3	54,3	52,0	54,0	62,2	65,8	68,4	70,3	71,5	69,5
Валовой долг	70,6	68,6	66,4	70,2	79,9	85,7	88,1	90,0	91,0	86,9
Германия³										
Чистое кредитование/заимствование	-2,6	-1,6	0,2	-0,1	-3,2	-4,3	-1,0	-0,8	-0,6	-0,2
Отклонение фактического объема производства от потенциала ²	-0,6	1,0	2,7	2,3	-3,7	-1,5	0,2	-0,4	-0,2	0,0
Структурное сальдо ^{2,4}	-2,5	-2,3	-1,1	-0,9	-1,2	-2,2	-1,0	-0,6	-0,5	-0,1
Чистый долг	45,2	53,0	50,4	50,0	56,6	56,8	56,1	54,1	53,4	52,4
Валовой долг	61,9	67,9	65,2	66,7	74,4	83,2	81,5	78,9	77,4	71,1
Франция										
Чистое кредитование/заимствование	-2,9	-2,4	-2,7	-3,3	-7,6	-7,1	-5,3	-4,6	-3,9	-0,5
Отклонение фактического объема производства от потенциала ²	0,0	0,1	0,7	-0,7	-4,2	-3,6	-2,6	-2,7	-2,5	0,0
Структурное сальдо ^{2,4}	-2,8	-2,3	-3,0	-2,9	-4,8	-4,6	-3,4	-2,5	-1,9	-0,2
Чистый долг	53,9	59,6	59,5	62,3	72,0	76,6	80,4	83,2	84,9	78,8
Валовой долг	60,4	63,9	64,2	68,3	79,0	82,4	86,3	89,0	90,8	84,6
Италия										
Чистое кредитование/заимствование	-3,3	-3,3	-1,5	-2,7	-5,4	-4,5	-3,9	-2,4	-1,5	-1,1
Отклонение фактического объема производства от потенциала ²	0,6	2,0	2,8	1,0	-4,5	-2,9	-2,3	-3,8	-4,1	-1,1
Структурное сальдо ^{2,5}	-4,4	-4,0	-3,2	-3,5	-3,6	-3,3	-2,9	-0,4	0,6	-0,5
Чистый долг	94,8	89,3	86,9	88,8	97,1	99,0	99,6	102,3	102,6	98,8
Валовой долг	109,9	106,1	103,1	105,8	116,1	118,7	120,1	123,4	123,8	118,9
Япония										
Чистое кредитование/заимствование	-6,0	-3,7	-2,1	-4,1	-10,4	-9,4	-10,1	-10,0	-8,7	-7,5
Отклонение фактического объема производства от потенциала ²	-0,8	-0,4	0,3	-1,6	-7,3	-3,6	-4,6	-3,0	-1,8	0,1
Структурное сальдо ²	-5,7	-3,5	-2,2	-3,6	-7,4	-7,9	-8,1	-8,7	-7,9	-7,5
Чистый долг	60,3	81,0	80,5	95,3	106,2	112,8	126,6	135,2	142,7	165,5
Валовой долг ⁶	144,9	186,0	183,0	191,8	210,2	215,3	229,8	235,8	241,1	256,6
Соединенное Королевство										
Чистое кредитование/заимствование	-1,5	-2,6	-2,7	-4,9	-10,4	-9,9	-8,7	-8,0	-6,6	-1,0
Отклонение фактического объема производства от потенциала ²	0,5	1,1	2,2	1,3	-3,3	-2,7	-3,2	-4,0	-3,7	0,0
Структурное сальдо ²	-1,8	-3,5	-4,0	-6,5	-9,0	-7,8	-6,3	-5,1	-3,8	-0,7
Чистый долг	37,3	38,0	38,1	46,0	60,9	71,1	78,3	84,2	87,2	82,6
Валовой долг	42,4	43,1	43,9	52,5	68,4	75,1	82,5	88,4	91,4	86,8
Канада										
Чистое кредитование/заимствование	0,5	1,6	1,6	0,1	-4,9	-5,6	-4,5	-3,7	-2,9	-0,5
Отклонение фактического объема производства от потенциала ²	0,6	1,7	1,7	0,2	-4,0	-2,4	-1,7	-1,5	-1,3	0,1
Структурное сальдо ²	0,2	0,8	0,5	-0,6	-2,5	-4,1	-3,6	-2,8	-2,2	-0,6
Чистый долг	48,9	26,3	22,9	22,6	28,3	30,4	33,3	35,4	36,9	35,6
Валовой долг	85,1	70,3	66,5	71,1	83,6	85,1	85,0	84,7	82,0	73,6

Примечание. Методология и специфические исходные предположения по каждой стране обсуждаются во вставке А1 настоящего Статистического приложения. Составные показатели по страновым группам применительно к налогово-бюджетным данным рассчитаны как сумма значений в долларах США по соответствующим отдельным странам.

¹ Данные о долге относятся к концу периода. Данные о долге не всегда сопоставимы по странам.

² В процентах потенциального ВВП.

³ Начиная с 1995 года обязательства по погашению и обслуживанию долга ведомства по управлению государственной собственностью «Treuhandsanstalt» (и различных других агентств) были приняты на себя сектором государственного управления. Этот долг эквивалентен 8 процентам ВВП, а сумма соответствующего обслуживания долга составляет от 1/2 до 1 процента ВВП.

⁴ За исключением крупных одновременных поступлений от продажи активов, включая лицензии.

⁵ За исключением одновременных мер, основанных на данных властей и, в отсутствие последних, поступления от продажи активов.

⁶ Включая доли участия в капитале.

Таблица А9. Сводные данные по объемам и ценам мировой торговли

(Годовое изменение в процентах)

	Среднее										Прогнозы	
	1994–2003	2004–2013	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013
Торговля товарами и услугами												
Весь мир¹												
Объем	6,9	5,4	10,6	7,8	9,3	7,9	2,9	-10,5	12,9	5,8	4,0	5,6
Дефлятор цен												
В долларах США	0,2	4,2	9,4	5,2	5,2	7,5	11,3	-10,6	5,5	10,9	-0,2	-0,2
В СДР	0,2	3,2	3,5	5,5	5,6	3,3	7,7	-8,4	6,7	7,1	2,1	-0,2
Объем торговли												
Экспорт												
Страны с развитой экономикой	6,2	4,4	9,3	6,2	8,9	6,8	1,9	-11,5	12,2	5,3	2,3	4,7
Страны с формирующимся рынком и развивающиеся страны	8,7	7,7	13,3	11,9	11,5	10,5	4,7	-7,7	14,7	6,7	6,6	7,2
Импорт												
Страны с развитой экономикой	6,9	3,7	9,3	6,3	7,8	5,2	0,5	-12,2	11,5	4,3	1,8	4,1
Страны с формирующимся рынком и развивающиеся страны	7,0	9,4	15,8	12,1	11,9	14,9	9,0	-8,1	15,3	8,8	8,4	8,1
Условия торговли												
Страны с развитой экономикой	0,2	-0,6	-0,4	-1,5	-1,1	0,3	-2,0	2,3	-1,0	-1,7	-0,9	0,1
Страны с формирующимся рынком и развивающиеся страны	0,3	1,5	3,3	4,9	2,8	1,1	2,9	-4,3	2,0	3,2	0,6	-1,1
Торговля товарами												
Мировая торговля¹												
Объем	7,1	5,3	10,6	7,8	9,2	7,2	2,4	-11,7	14,3	6,3	3,7	5,6
Дефлятор цен												
В долларах США	0,3	4,5	9,2	5,7	5,8	7,6	12,1	-11,8	6,6	12,1	0,1	-0,2
В СДР	0,2	3,5	3,3	6,0	6,2	3,5	8,5	-9,6	7,7	8,3	2,4	-0,2
Цены мировой торговли в долларах США²												
Продукция обрабатывающей промышленности												
Нефть	0,2	2,6	5,1	2,7	2,5	6,0	6,7	-6,6	2,4	7,2	0,2	0,2
Первичные биржевые товары, кроме топлива	5,6	14,3	30,7	41,3	20,5	10,7	36,4	-36,3	27,9	31,6	10,3	-4,1
Продовольственные товары	-0,3	7,4	15,2	6,1	23,2	14,1	7,5	-15,7	26,3	17,8	-10,3	-2,1
Напитки	-0,8	6,1	14,0	-0,9	10,5	15,2	23,4	-14,7	11,5	19,7	-7,5	-3,1
Сельскохозяйственное сырье и материалы	1,2	6,6	-0,9	18,1	8,4	13,8	23,3	1,6	14,1	16,6	-22,2	1,6
Металлы	-1,0	3,0	4,1	0,5	8,8	5,0	-0,8	-17,0	33,2	22,7	-13,2	-3,4
Цены мировой торговли в СДР²												
Продукция обрабатывающей промышленности												
Нефть	0,2	1,6	-0,6	3,0	3,0	1,9	3,3	-4,3	3,5	3,6	2,5	0,2
Первичные биржевые товары, кроме топлива	5,5	13,2	23,6	41,6	21,0	6,4	32,1	-34,8	29,3	27,2	12,8	-4,1
Продовольственные товары	-0,4	6,3	9,0	6,3	23,8	9,6	4,1	-13,6	27,7	13,8	-8,2	-2,1
Напитки	-0,9	5,1	7,8	-0,7	11,0	10,7	19,5	-12,6	12,7	15,7	-5,4	-3,2
Сельскохозяйственное сырье и материалы	1,2	5,6	-6,3	18,3	8,8	9,4	19,4	4,1	15,4	12,7	-20,4	1,6
Металлы	-1,1	2,0	-1,6	0,8	9,3	0,9	-3,9	-14,9	34,7	18,6	-11,2	-3,4
Цены мировой торговли в евро²												
Продукция обрабатывающей промышленности												
Нефть	0,6	1,0	-4,4	2,5	1,7	-2,9	-0,7	-1,4	7,5	2,2	6,0	0,1
Первичные биржевые товары, кроме топлива	6,0	12,6	18,9	41,0	19,5	1,4	27,1	-32,7	34,3	25,5	16,7	-4,2
Продовольственные товары	0,0	5,7	4,8	5,9	22,3	4,5	0,1	-10,9	32,6	12,3	-5,1	-2,2
Напитки	-0,5	4,5	3,7	-1,1	9,6	5,6	14,9	-9,8	17,0	14,1	-2,1	-3,2
Сельскохозяйственное сырье и материалы	1,6	5,0	-9,9	17,8	7,5	4,2	14,8	7,3	19,8	11,2	-17,7	1,5
Металлы	-0,7	1,5	-5,3	0,3	8,0	-3,8	-7,6	-12,3	39,9	17,0	-8,2	-3,5
	1,8	11,2	22,4	22,2	55,0	7,5	-14,1	-14,6	55,5	8,3	-5,3	-0,7

Таблица А9. Сводные данные по объемам и ценам мировой торговли (окончание)

	Среднее		2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	Прогнозы	
	1994–2003	2004–2013									2012	2013
Торговля товарами												
Объем торговли												
Экспорт												
Страны с развитой экономикой	6,4	4,2	9,0	5,8	8,8	5,8	1,5	-13,3	14,0	5,7	2,3	4,8
Страны с формирующимся рынком и развивающиеся страны	8,6	7,2	12,4	11,9	10,8	9,5	4,3	-8,4	15,0	6,4	5,9	6,5
Экспортеры топлива	4,4	4,4	11,4	9,0	5,3	5,3	3,9	-8,1	7,0	4,4	4,8	2,5
Страны, не экспортирующие топливо	10,1	8,4	12,7	12,9	13,1	11,4	4,6	-8,5	18,2	7,2	6,4	8,3
Импорт												
Страны с развитой экономикой	7,2	3,7	9,7	6,6	8,1	4,7	-0,1	-13,1	13,3	5,1	1,3	4,2
Страны с формирующимся рынком и развивающиеся страны	7,1	9,2	16,1	11,9	11,2	14,3	8,3	-9,3	16,0	9,4	8,1	7,9
Экспортеры топлива	3,8	9,7	15,2	15,4	13,1	23,0	14,0	-12,4	8,3	9,0	9,3	5,8
Страны, не экспортирующие топливо	8,0	9,1	16,3	11,2	10,8	12,4	7,0	-8,5	17,9	9,6	7,8	8,3
Дефляторы цен в СДР												
Экспорт												
Страны с развитой экономикой	-0,1	2,3	1,7	3,5	4,1	3,3	5,2	-6,8	4,9	6,5	1,1	-0,2
Страны с формирующимся рынком и развивающиеся страны	2,0	6,3	8,7	13,1	11,1	4,8	13,9	-13,7	12,7	12,3	4,0	-0,8
Экспортеры топлива	4,4	10,2	15,0	28,9	17,6	7,0	24,9	-25,4	20,8	20,9	7,9	-3,1
Страны, не экспортирующие топливо	1,2	4,6	6,5	7,1	8,3	3,9	9,2	-8,0	9,5	8,9	2,3	0,2
Импорт												
Страны с развитой экономикой	-0,2	2,8	2,4	5,2	5,4	2,8	8,0	-10,1	6,1	8,1	2,0	-0,2
Страны с формирующимся рынком и развивающиеся страны	1,4	4,6	4,7	6,9	7,9	3,7	10,8	-9,3	10,7	7,6	3,6	0,5
Экспортеры топлива	1,5	4,6	4,2	8,3	7,8	4,4	9,2	-4,9	8,1	5,1	3,9	1,1
Страны, не экспортирующие топливо	1,4	4,5	4,7	6,7	7,9	3,6	11,1	-10,4	11,4	8,2	3,5	0,4
Условия торговли												
Страны с развитой экономикой	0,1	-0,6	-0,7	-1,6	-1,3	0,4	-2,5	3,6	-1,1	-1,5	-1,0	-0,1
Страны с формирующимся рынком и развивающиеся страны	0,6	1,6	3,9	5,7	2,9	1,1	2,8	-4,8	1,8	4,3	0,4	-1,4
Региональные группы												
Центральная и Восточная Европа	0,2	-0,1	0,8	0,6	-4,0	1,4	-2,8	3,1	-1,7	0,7	1,2	0,0
Содружество Независимых Государств ³	2,7	5,5	11,8	14,5	8,7	2,3	14,4	-19,0	12,7	11,3	4,9	-1,4
Развивающиеся страны Азии	-0,8	-0,7	1,1	-0,9	-0,8	0,0	-3,2	5,5	-6,3	-1,1	-1,1	-0,2
Латинская Америка и Карибский бассейн	1,1	2,7	5,9	4,8	6,6	1,6	3,0	-7,8	10,5	8,0	-3,0	-1,0
Ближний Восток и Северная Африка	2,0	4,0	6,4	17,8	6,8	1,2	11,1	-17,2	7,9	12,6	3,1	-5,3
Африка к югу от Сахары	...	3,9	5,0	10,6	7,7	4,1	10,6	-13,9	11,0	7,9	1,5	-2,4
Аналитические группы												
По источникам экспортных доходов												
Экспортеры топлива	2,9	5,4	10,3	19,0	9,1	2,5	14,3	-21,5	11,8	15,1	3,9	-4,1
Страны, не экспортирующие топливо	-0,2	0,1	1,7	0,4	0,3	0,3	-1,8	2,7	-1,7	0,6	-1,2	-0,2
<i>Для справки</i>												
Мировой экспорт в миллиардах долларов США												
Товары и услуги	7,210	17,921	11,316	12,867	14,835	17,248	19,707	15,755	18,758	21,982	22,763	23,980
Товары	5,817	14,487	9,070	10,366	11,995	13,868	15,902	12,383	15,084	17,958	18,642	19,600
Средняя цена нефти ⁴	5,6	14,3	30,7	41,3	20,5	10,7	36,4	-36,3	27,9	31,6	10,3	-4,1
В долларах США за баррель	21,03	79,31	37,76	53,35	64,27	71,13	97,04	61,78	79,03	104,01	114,71	110,00
Стоимость за единицу экспорта продукции обрабатывающей промышленности ⁵	0,2	2,6	5,1	2,7	2,5	6,0	6,7	-6,6	2,4	7,2	0,2	0,2

¹Среднегодовое изменение мирового экспорта и импорта.

²Как представлено, соответственно, индексом стоимости единицы экспорта продукции обрабатывающей промышленности стран с развитой экономикой, представляющим 83 процента весов торговли (экспорта товаров) стран с развитой экономикой; среднее значение цен нефти сортов U.K. Brent, Dubai и West Texas Intermediate; и среднее значение цен мирового рынка на первичные биржевые товары, кроме топлива, взвешенных по их долям в мировом экспорте биржевых товаров в 2002–2004 годы.

³Грузия и Монголия, которые не являются членами Содружества Независимых Государств, включены в эту группу в силу их географического положения и схожих характеристик структуры экономики.

⁴Процентное изменение цен нефти сортов U.K. Brent, Dubai и West Texas Intermediate.

⁵Процентное изменение продукции обрабатывающей промышленности, экспортируемой странами с развитой экономикой.

Таблица А10. Сводные данные о сальдо по счетам текущих операций

	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	Прогнозы		
									2012	2013	2017
<i>В миллиардах долларов США</i>											
Страны с развитой экономикой	-207,8	-396,6	-433,5	-324,0	-496,4	-86,8	-85,4	-102,8	-157,6	-80,3	-255,8
Соединенные Штаты	-628,5	-745,8	-800,6	-710,3	-677,1	-376,6	-470,9	-473,4	-509,9	-499,0	-695,6
Зона евро ^{1,2}	121,6	51,9	53,7	45,6	-100,8	6,2	37,5	41,0	93,6	124,7	160,2
Япония	172,1	165,7	170,4	211,0	157,1	141,8	195,9	120,2	130,0	166,2	129,0
Другие страны с развитой экономикой ³	127,0	131,7	143,0	129,8	124,5	141,8	152,2	209,5	128,7	127,7	150,6
<i>Для справки</i>											
Новые индустриальные страны Азии	87,1	83,2	99,0	128,3	86,5	123,8	137,2	134,8	127,8	132,8	161,5
Страны с формирующимся рынком и развивающиеся страны	215,8	412,6	644,1	633,0	676,3	294,7	400,6	476,3	450,3	373,3	271,3
Региональные группы											
Центральная и Восточная Европа	-55,1	-61,1	-89,0	-136,2	-159,9	-49,5	-81,8	-114,1	-108,7	-113,2	-160,1
Содружество Независимых Государств ⁴	63,5	87,6	96,3	71,7	108,0	41,8	72,4	112,5	106,2	52,8	-62,4
Развивающиеся страны Азии	90,2	137,2	268,6	399,7	405,9	300,6	303,6	201,3	145,9	189,9	483,9
Латинская Америка и Карибский бассейн	22,0	35,8	50,1	13,9	-32,1	-22,4	-55,2	-68,2	-107,2	-119,0	-181,2
Ближний Восток и Северная Африка	103,1	213,9	287,5	271,4	353,3	52,0	186,2	366,0	439,7	399,0	272,5
Африка к югу от Сахары	-7,9	-0,7	30,6	12,5	1,2	-27,8	-24,6	-21,1	-25,6	-36,3	-81,5
<i>Для справки</i>											
Европейский союз	68,6	-4,3	-34,4	-66,9	-183,8	-15,9	-24,6	17,1	51,1	90,6	154,6
Аналитические группы											
По источникам экспортных доходов											
Топливо	185,8	352,5	481,6	435,2	596,6	142,1	322,8	586,6	663,4	552,0	263,4
Товары, кроме топлива, в том числе первичные продукты	30,1	60,1	162,5	197,7	79,7	152,7	77,8	-110,3	-213,1	-178,7	7,9
	-0,1	-0,9	10,0	7,8	-15,7	-2,1	-4,2	-18,2	-26,7	-23,9	-15,1
По источникам внешнего финансирования											
Страны – чистые дебиторы, в том числе официальное финансирование	-60,6	-90,3	-116,9	-227,3	-374,5	-190,0	-278,0	-343,1	-415,5	-427,7	-554,3
	-5,2	-6,0	-3,5	-5,4	-12,2	-9,4	-11,4	-13,4	-18,5	-16,1	-18,3
Страны – чистые дебиторы, по состоянию обслуживания долга											
Страны, имевшие просроченную задолженность, и/или страны, которым предоставлялось переоформление долга, в период с 2006 по 2010 год	-3,4	-6,7	-3,7	-13,8	-30,1	-24,7	-31,5	-38,9	-48,8	-48,1	-55,2
Весь мир¹	8,0	16,1	210,6	309,0	179,9	207,9	315,3	373,5	292,8	292,9	15,4

Таблица А10. Сводные данные о сальдо по счетам текущих операций (окончание)

	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	Прогнозы		
									2012	2013	2017
<i>В процентах ВВП</i>											
Страны с развитой экономикой	-0,6	-1,1	-1,2	-0,8	-1,2	-0,2	-0,2	-0,2	-0,4	-0,2	-0,5
Соединенные Штаты	-5,3	-5,9	-6,0	-5,1	-4,7	-2,7	-3,2	-3,1	-3,3	-3,1	-3,5
Зона евро ^{1,2}	1,2	0,5	0,5	0,4	-0,7	0,0	0,3	0,3	0,7	1,0	1,1
Япония	3,7	3,6	3,9	4,8	3,2	2,8	3,6	2,0	2,2	2,7	1,9
Другие страны с развитой экономикой ³	1,9	1,8	1,8	1,4	1,3	1,7	1,6	2,0	1,2	1,1	1,1
<i>Для справки</i>											
Новые индустриальные страны Азии	6,5	5,5	5,9	7,0	5,0	7,7	7,2	6,5	5,9	5,7	5,3
Страны с формирующимся рынком и развивающиеся страны	2,4	3,8	5,0	4,0	3,5	1,6	1,9	1,9	1,7	1,3	0,7
Региональные группы											
Центральная и Восточная Европа	-5,6	-5,2	-6,8	-8,3	-8,3	-3,1	-4,7	-6,0	-5,6	-5,5	-5,8
Содружество Независимых Государств ⁴	8,2	8,7	7,4	4,2	5,0	2,5	3,7	4,6	4,0	1,7	-1,5
Развивающиеся страны Азии	2,6	3,4	5,6	6,6	5,5	3,8	3,2	1,8	1,2	1,4	2,5
Латинская Америка и Карибский бассейн	1,0	1,3	1,6	0,4	-0,7	-0,6	-1,1	-1,2	-1,8	-2,0	-2,4
Ближний Восток и Северная Африка	9,6	16,0	18,1	14,6	15,2	2,5	7,8	13,2	14,5	12,7	7,1
Африка к югу от Сахары	-1,5	-0,1	4,3	1,5	0,1	-3,1	-2,4	-1,8	-2,0	-2,6	-4,5
<i>Для справки</i>											
Европейский союз	0,5	0,0	-0,2	-0,4	-1,0	-0,1	-0,2	0,1	0,3	0,5	0,8
Аналитические группы											
По источникам экспортных доходов											
Топливо	10,3	15,2	16,6	12,2	13,1	3,8	7,4	11,2	11,4	8,8	3,3
Товары, кроме топлива, в том числе первичные продукты	0,4	0,7	1,6	1,6	0,5	1,1	0,4	-0,6	-1,0	-0,8	0,0
	0,0	-0,3	2,9	2,0	-3,5	-0,5	-0,8	-2,9	-3,9	-3,2	-1,5
По источникам внешнего финансирования											
Страны – чистые дебиторы, в том числе официальное финансирование	-1,2	-1,6	-1,8	-2,8	-4,0	-2,2	-2,7	-3,0	-3,5	-3,4	-3,3
	-2,6	-2,7	-1,4	-1,8	-3,4	-2,5	-2,8	-3,4	-4,3	-3,5	-2,9
Страны – чистые дебиторы, по состоянию обслуживания долга											
Страны, имевшие просроченную задолженность, и/или страны, которым предоставлялось переоформление долга, текущих операций	-0,8	-1,4	-0,6	-2,0	-3,5	-3,0	-3,3	-3,6	-4,3	-4,0	-3,5
Весь мир¹	0,0	0,0	0,4	0,6	0,3	0,4	0,5	0,5	0,4	0,4	0,0
<i>Для справки</i>											
В процентах от общемирового объема текущих операций	0,0	0,1	0,7	0,9	0,5	0,7	0,8	0,9	0,6	0,6	0,0
В процентах от мирового ВВП	0,0	0,0	0,4	0,6	0,3	0,4	0,5	0,5	0,4	0,4	0,0

¹Отражает ошибки, пропуски и асимметрию в статистике платежного баланса по счету текущих операций, а также исключение данных по международным организациям и ограниченному числу стран. См. «Классификацию стран» во введении к настоящему Статистическому приложению.

²Рассчитано как суммарное сальдо по отдельным странам зоны евро.

³В этой таблице «Другие страны с развитой экономикой» означает страны с развитой экономикой, за исключением США, стран зоны евро и Японии.

⁴Грузия и Монголия, которые не являются членами Содружества Независимых Государств, включены в эту группу в силу их географического положения и схожих характеристик структуры экономики.

Таблица А11. Страны с развитой экономикой: сальдо счета текущих операций

(В процентах ВВП)

	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	Прогнозы		
									2012	2013	2017
Страны с развитой экономикой	-0,6	-1,1	-1,2	-0,8	-1,2	-0,2	-0,2	-0,2	-0,4	-0,2	-0,5
Соединенные Штаты	-5,3	-5,9	-6,0	-5,1	-4,7	-2,7	-3,2	-3,1	-3,3	-3,1	-3,5
Зона евро ¹	1,2	0,5	0,5	0,4	-0,7	0,0	0,3	0,3	0,7	1,0	1,1
Германия	4,7	5,1	6,3	7,4	6,2	5,9	6,1	5,7	5,2	4,9	3,6
Франция	0,5	-0,5	-0,6	-1,0	-1,7	-1,5	-1,7	-2,2	-1,9	-1,5	-0,4
Италия	-0,3	-0,8	-1,5	-1,2	-2,9	-2,1	-3,5	-3,2	-2,2	-1,5	-1,6
Испания	-5,2	-7,4	-9,0	-10,0	-9,6	-5,2	-4,6	-3,7	-2,1	-1,7	0,0
Нидерланды	7,6	7,4	9,3	6,7	4,3	4,2	6,6	7,5	8,2	7,8	5,8
Бельгия	3,2	2,0	1,9	1,6	-1,6	-1,7	1,5	-0,1	-0,3	0,4	1,4
Австрия	2,2	2,2	2,8	3,5	4,9	2,7	3,0	1,2	1,4	1,4	1,6
Греция	-5,9	-7,4	-11,2	-14,4	-14,7	-11,0	-10,0	-9,7	-7,4	-6,6	-1,1
Португалия	-8,3	-10,3	-10,7	-10,1	-12,6	-10,9	-10,0	-6,4	-4,2	-3,5	-2,8
Финляндия	6,2	3,4	4,2	4,3	2,6	1,8	1,4	-0,7	-1,0	-0,3	0,3
Ирландия	-0,6	-3,5	-3,5	-5,3	-5,6	-2,9	0,5	0,1	1,0	1,7	4,0
Словацкая Республика	-7,8	-8,5	-7,8	-5,3	-6,6	-3,2	-3,5	0,1	-0,4	-0,4	-0,7
Словения	-2,6	-1,7	-2,5	-4,8	-6,9	-1,3	-0,8	-1,1	0,0	-0,3	-1,4
Люксембург	11,9	11,5	10,4	10,1	5,1	6,5	7,7	6,9	5,7	5,6	6,0
Эстония	-11,3	-10,0	-15,3	-15,9	-9,7	3,7	3,6	3,2	0,9	-0,3	-3,4
Кипр	-5,0	-5,9	-7,0	-11,8	-15,6	-10,7	-9,9	-8,5	-6,2	-6,3	-6,5
Мальта	-5,9	-8,7	-10,0	-5,3	-5,3	-8,3	-6,4	-3,2	-3,0	-2,9	-2,7
Япония	3,7	3,6	3,9	4,8	3,2	2,8	3,6	2,0	2,2	2,7	1,9
Соединенное Королевство	-2,1	-2,6	-3,2	-2,5	-1,4	-1,5	-3,3	-1,9	-1,7	-1,1	-0,5
Канада	2,3	1,9	1,4	0,8	0,3	-3,0	-3,1	-2,8	-2,7	-2,7	-2,0
Корея	4,5	2,2	1,5	2,1	0,3	3,9	2,9	2,4	1,9	1,5	0,7
Австралия	-6,1	-5,7	-5,3	-6,2	-4,3	-4,2	-2,8	-2,2	-4,6	-5,1	-6,1
Тайвань, провинция Китая	5,8	4,8	7,0	8,9	6,9	11,4	9,3	8,8	8,0	8,4	8,9
Швеция	6,6	6,8	8,4	9,2	8,7	7,0	6,3	6,7	3,0	2,9	7,1
Швейцария	9,5	11,4	12,1	12,3	13,7	8,6	5,5	4,1	3,2	3,5	6,4
САР Гонконг	13,4	14,1	14,9	8,9	2,2	11,0	15,6	14,0	12,1	11,6	9,8
Сингапур	17,1	21,4	24,5	25,8	13,9	16,2	24,4	21,9	21,8	21,3	18,6
Чешская Республика	-5,0	-0,9	-2,1	-4,4	-2,1	-2,5	-3,0	-2,9	-2,1	-1,9	-1,8
Норвегия	12,6	16,1	16,4	12,5	15,9	10,8	12,4	14,6	14,8	13,7	9,5
Израиль	1,7	3,1	4,8	2,7	0,9	3,6	2,9	0,1	-0,9	0,0	1,0
Дания	3,3	4,1	3,1	1,4	2,6	3,5	5,5	6,2	4,8	4,5	4,7
Новая Зеландия	-5,7	-7,9	-8,3	-8,2	-8,8	-2,6	-3,4	-4,1	-5,4	-6,3	-7,1
Исландия	-9,8	-16,2	-25,7	-15,7	-28,3	-11,8	-8,4	-6,5	-2,8	-1,5	-2,8
<i>Для справки</i>											
Основные страны с развитой экономикой	-1,3	-1,8	-1,9	-1,2	-1,4	-0,6	-1,0	-1,1	-1,1	-0,9	-1,3
Зона евро ²	0,8	0,1	-0,1	0,1	-1,6	-0,3	-0,5	-0,3	0,7	1,0	1,1
Новые индустриальные страны Азии											
	6,5	5,5	5,9	7,0	5,0	7,7	7,2	6,5	5,9	5,7	5,3

¹Рассчитано как сумма сальдо по отдельным странам зоны евро, исключая Эстонию.

²Скорректировано на основе отчетности о расхождении данных по операциям внутри зоны евро.

Таблица А12. Страны с формирующимся рынком и развивающиеся страны: сальдо счета текущих операций

(В процентах ВВП)

	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	Прогнозы		
									2012	2013	2017
Центральная и Восточная Европа	-5,6	-5,2	-6,8	-8,3	-8,3	-3,1	-4,7	-6,0	-5,6	-5,5	-5,8
Албания	-4,0	-6,1	-5,6	-10,4	-15,1	-13,5	-11,6	-13,2	-13,2	-12,5	-8,0
Босния и Герцеговина	-16,2	-17,1	-8,0	-10,7	-14,1	-6,3	-6,1	-8,3	-7,8	-7,1	-4,7
Болгария	-6,4	-11,7	-17,6	-25,2	-23,2	-8,9	-1,3	1,9	2,1	1,6	-1,3
Хорватия	-4,1	-5,3	-6,7	-7,3	-8,9	-5,0	-1,0	0,9	0,4	-0,2	-2,6
Венгрия	-8,4	-7,5	-7,4	-7,3	-7,4	-0,2	1,1	1,6	3,3	1,2	-3,3
Косово	-8,4	-7,4	-6,7	-8,3	-15,3	-15,4	-17,4	-20,3	-18,3	-18,3	-13,9
Латвия	-12,9	-12,5	-22,6	-22,4	-13,2	8,7	3,0	-1,2	-1,9	-2,5	-3,3
Литва	-7,6	-7,0	-10,6	-14,5	-13,3	4,7	1,5	-1,7	-2,0	-2,3	-3,3
БЮР Македония	-8,1	-2,5	-0,4	-7,1	-12,8	-6,8	-2,2	-2,8	-5,0	-6,2	-5,0
Черногория	-7,2	-8,5	-31,3	-39,5	-50,6	-29,6	-24,6	-19,4	-19,7	-20,0	-18,9
Польша	-5,2	-2,4	-3,8	-6,2	-6,6	-4,0	-4,7	-4,3	-4,5	-4,3	-3,9
Румыния	-8,4	-8,6	-10,4	-13,4	-11,6	-4,2	-4,5	-4,2	-4,2	-4,7	-4,9
Сербия	-12,1	-8,7	-10,2	-16,1	-21,6	-7,1	-7,2	-9,1	-8,6	-7,9	-5,6
Турция	-3,7	-4,6	-6,1	-5,9	-5,7	-2,2	-6,3	-9,9	-8,8	-8,2	-7,9
Содружество Независимых Государств¹	8,2	8,7	7,4	4,2	5,0	2,5	3,7	4,6	4,0	1,7	-1,5
Россия	10,1	11,1	9,5	5,9	6,2	4,0	4,7	5,5	4,8	1,9	-1,9
Кроме России	2,2	1,3	0,6	-1,3	0,8	-1,9	0,5	1,9	1,5	1,3	-0,3
Армения	-0,5	-1,0	-1,8	-6,4	-11,8	-15,8	-14,7	-12,3	-11,0	-9,5	-6,9
Азербайджан	-29,8	1,3	17,6	27,3	35,5	23,6	29,1	26,3	21,8	16,4	5,0
Беларусь	-5,3	1,4	-3,9	-6,7	-8,2	-12,6	-15,0	-10,4	-6,2	-6,5	-5,9
Грузия	-6,9	-11,1	-15,1	-19,7	-22,6	-11,3	-11,5	-12,7	-10,3	-9,3	-6,8
Казахстан	0,8	-1,8	-2,5	-8,1	4,7	-3,5	2,0	7,6	6,6	5,6	2,9
Кыргызская Республика	4,9	2,8	-3,1	-0,2	-8,1	0,7	-6,9	-3,1	-4,8	-4,2	-2,9
Молдова	-1,8	-7,6	-11,3	-15,2	-16,2	-8,6	-8,3	-10,6	-9,7	-9,9	-7,8
Монголия	1,2	1,2	6,5	6,3	-12,9	-9,0	-14,9	-30,4	-24,4	-1,8	8,8
Таджикистан	-3,9	-1,7	-2,8	-8,6	-7,6	-5,9	2,1	-2,3	-3,6	-5,0	-4,4
Туркменистан	0,6	5,1	15,7	15,5	16,5	-16,0	-11,7	1,8	2,1	1,3	0,2
Украина	10,6	2,9	-1,5	-3,7	-7,1	-1,5	-2,2	-5,6	-5,9	-5,2	-5,3
Узбекистан	7,2	7,7	9,1	7,3	8,7	2,2	6,2	5,8	2,8	3,0	1,2

Таблица А12. Страны с формирующимся рынком и развивающиеся страны: сальдо счета текущих операций (продолжение)

	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	Прогнозы		
									2012	2013	2017
Развивающиеся страны Азии	2,6	3,4	5,6	6,6	5,5	3,8	3,2	1,8	1,2	1,4	2,5
Исламская Респ. Афганистан	-4,7	-2,7	-5,6	1,3	0,9	-2,8	1,7	-0,1	-1,1	-2,6	-4,6
Бангладеш	-0,3	0,0	1,2	0,8	1,4	2,8	1,7	-0,4	-1,0	-0,6	0,0
Бутан	-32,6	-4,8	14,8	-2,4	-10,5	-5,5	-11,6	-18,3	-33,2	-36,5	-17,2
Бруней-Даруссалам	42,2	47,3	50,1	47,8	48,9	40,2	45,5	54,2	52,6	53,4	65,3
Камбоджа	-2,2	-3,8	-0,6	-0,9	-4,5	-3,5	-4,0	-9,6	-10,6	-9,7	-5,2
Китай	3,6	5,9	8,6	10,1	9,1	5,2	5,1	2,8	2,3	2,6	4,3
Республика Фиджи	-12,6	-9,3	-18,1	-14,2	-18,1	-7,6	-11,3	-11,9	-9,8	-18,6	-7,6
Индия	0,1	-1,3	-1,0	-0,7	-2,5	-2,1	-3,3	-2,8	-3,2	-2,9	-2,4
Индонезия	-0,2	-1,0	3,0	2,4	0,0	2,5	0,8	0,2	-0,4	-0,9	-1,2
Кирибати	-25,2	-34,4	-17,6	-19,3	-16,8	-26,6	-15,4	-22,4	-27,2	-24,0	-27,8
Лаосская НДР	-17,9	-18,1	-9,9	-15,7	-18,5	-21,0	-18,2	-19,4	-19,6	-22,0	-14,3
Малайзия	12,1	15,0	16,7	15,9	17,7	16,5	11,5	11,5	10,8	10,4	8,6
Мальдивские Острова	-11,4	-27,5	-23,2	-28,4	-34,3	-21,0	-17,4	-13,2	-21,6	-17,2	-19,0
Мьянма	2,4	3,7	7,1	0,6	-2,7	-2,8	-0,9	-2,6	-4,3	-3,4	-5,1
Непал	2,7	2,0	2,1	-0,1	2,7	4,2	-2,4	-0,9	2,5	0,0	-0,1
Пакистан	1,8	-1,4	-3,9	-4,8	-8,5	-5,7	-2,2	0,2	-1,9	-2,1	-3,7
Папуа-Новая Гвинея	2,3	6,1	7,6	3,1	12,0	-7,3	-8,4	-34,3	-30,5	-21,8	6,2
Филиппины	1,8	1,9	4,4	4,8	2,1	5,6	4,5	2,7	0,9	1,0	1,9
Самоа	-8,4	-9,6	-10,2	-16,0	-6,5	-3,1	-8,1	-15,1	-14,2	-13,9	-8,4
Соломоновы Острова	16,8	-6,7	-9,1	-15,7	-20,5	-21,4	-30,3	-11,6	-12,7	-15,6	-11,8
Шри-Ланка	-3,1	-2,5	-5,3	-4,3	-9,5	-0,5	-2,2	-7,5	-7,3	-7,5	-5,8
Таиланд	1,7	-4,3	1,1	6,3	0,8	8,3	4,1	3,4	1,0	1,4	1,0
Тимор-Лешти	11,4	32,2	50,0	65,1	66,7	51,7	48,1	55,0	43,5	36,2	20,2
Тонга	0,4	-5,0	-5,5	-5,5	-8,1	-7,8	-3,9	-4,0	-3,8	-2,6	-3,3
Тувалу	-2,5	14,9	14,3	0,4	-31,4	14,9	-15,5	-9,6	-10,7	-10,0	-11,4
Вануату	-4,5	-8,8	-6,0	-8,0	-11,4	-7,1	-6,0	-6,3	-7,2	-7,0	-6,7
Вьетнам	-3,5	-1,1	-0,3	-9,8	-11,9	-6,6	-4,1	-0,5	-1,6	-1,4	-1,2

Таблица А12. Страны с формирующимся рынком и развивающиеся страны: сальдо счета текущих операций (продолжение)

	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	Прогнозы		
									2012	2013	2017
Латинская Америка и Карибский бассейн	1,0	1,3	1,6	0,4	-0,7	-0,6	-1,1	-1,2	-1,8	-2,0	-2,4
Антигуа и Барбуда	-13,1	-18,8	-27,8	-30,6	-27,3	-19,2	-12,9	-10,8	-13,7	-15,5	-15,6
Аргентина ²	1,7	2,6	3,2	2,4	1,6	2,1	0,6	-0,5	-0,7	-1,1	-1,9
Багамские Острова	-2,4	-8,4	-17,7	-16,4	-14,9	-11,4	-11,7	-17,0	-18,4	-19,4	-12,2
Барбадос	-8,3	-8,0	-4,8	-2,7	-9,6	-5,6	-8,2	-8,4	-8,3	-7,1	-3,6
Белиз	-14,7	-13,6	-2,1	-4,1	-10,6	-5,9	-3,1	-1,6	-3,0	-3,9	-6,6
Боливия	3,5	5,5	10,6	11,0	12,0	4,0	4,9	2,2	1,6	1,1	0,1
Бразилия	1,8	1,6	1,3	0,1	-1,7	-1,5	-2,2	-2,1	-3,2	-3,2	-3,4
Чили	2,6	1,5	4,6	4,1	-3,2	2,0	1,5	-1,3	-2,4	-2,4	-2,1
Колумбия	-0,8	-1,3	-1,9	-2,8	-2,9	-2,1	-3,1	-2,8	-2,7	-2,4	-2,0
Коста-Рика	-4,3	-4,9	-4,5	-6,3	-9,3	-2,0	-3,5	-5,2	-5,5	-5,5	-5,1
Доминика	-16,0	-21,0	-12,9	-20,8	-26,9	-21,3	-21,1	-23,9	-25,6	-19,8	-15,0
Доминиканская Республика	4,8	-1,4	-3,6	-5,3	-9,9	-5,0	-8,6	-7,9	-6,9	-6,7	-5,7
Эквадор	-1,6	1,0	4,4	3,6	2,5	-0,3	-3,3	-0,3	0,5	0,6	-2,4
Сальвадор	-4,1	-3,6	-4,1	-6,1	-7,1	-1,5	-2,3	-5,9	-4,8	-4,1	-3,0
Гренада	-1,6	-21,2	-25,2	-26,6	-24,5	-24,1	-25,5	-22,9	-24,0	-26,2	-20,3
Гватемала	-4,9	-4,6	-5,0	-5,2	-4,3	0,0	-1,5	-2,8	-3,2	-3,4	-3,6
Гайана	-6,7	-10,1	-13,1	-11,1	-13,2	-9,1	-9,5	-13,7	-12,3	-20,6	-10,1
Гаити	-1,6	0,7	-1,5	-1,5	-4,4	-3,5	-2,6	-3,5	-4,5	-5,5	-3,7
Гондурас	-7,7	-3,0	-3,7	-9,0	-15,4	-3,7	-6,2	-8,6	-7,8	-6,3	-5,3
Ямайка	-6,3	-9,3	-10,2	-16,9	-18,1	-10,9	-8,1	-9,9	-12,5	-12,4	-7,7
Мексика	-0,7	-0,7	-0,5	-0,9	-1,4	-0,6	-0,3	-0,8	-0,8	-0,9	-1,3
Никарагуа	-14,5	-14,3	-13,4	-17,8	-23,8	-12,2	-14,4	-17,8	-19,8	-18,7	-13,3
Панама	-7,5	-4,9	-3,1	-7,9	-10,9	-0,7	-10,8	-12,7	-12,5	-12,4	-7,7
Парагвай	2,1	0,2	1,4	1,5	-1,9	0,5	-3,4	-1,2	-3,5	-1,4	-1,3
Перу	0,0	1,4	3,1	1,4	-4,2	0,2	-1,7	-1,3	-2,0	-1,9	-1,5
Сент-Китс и Невис	-16,2	-14,9	-15,8	-18,1	-25,6	-25,7	-20,6	-14,0	-18,7	-17,9	-16,0
Сент-Люсия	-10,5	-17,0	-28,6	-32,4	-28,4	-12,6	-15,2	-17,1	-16,9	-16,0	-14,5
Сент-Винсент и Гренадины	-19,6	-18,0	-19,3	-28,0	-32,9	-29,4	-31,6	-28,8	-25,1	-22,9	-14,0
Суринам	-10,3	-13,0	7,7	10,5	9,6	-1,0	2,0	1,1	-13,0	-15,2	0,8
Тринидад и Тобаго	12,4	22,5	39,6	24,8	30,6	8,2	19,9	20,7	20,0	18,2	10,1
Уругвай	0,0	0,2	-2,0	-0,9	-5,7	-0,4	-1,2	-2,2	-3,6	-3,2	-1,7
Венесуэла	13,8	17,7	14,8	8,7	11,9	2,6	4,9	8,6	7,4	5,6	2,0
Ближний Восток и Северная Африка	9,6	16,0	18,1	14,6	15,2	2,5	7,8	13,2	14,5	12,7	7,1
Алжир	13,0	20,5	24,7	22,8	20,1	0,3	7,5	10,3	10,0	7,9	4,6
Бахрейн	4,2	11,0	13,8	15,7	10,2	2,9	3,4	4,2	7,1	9,5	6,7
Джибути	-1,3	-3,2	-11,5	-21,4	-24,3	-9,1	-5,8	-12,6	-12,1	-11,9	-9,5
Египет	4,3	3,2	1,6	1,7	0,5	-2,3	-2,0	-2,0	-2,6	-2,1	-1,3
Исламская Респ. Иран	0,5	7,6	8,5	10,6	6,5	2,6	6,0	10,7	6,6	5,1	2,1
Ирак	...	6,2	19,0	12,5	19,2	-13,8	-1,8	7,9	9,1	10,8	11,3
Иордания	0,1	-18,0	-11,5	-17,2	-9,3	-4,9	-5,6	-9,5	-8,3	-6,8	-4,1
Кувейт	26,2	37,2	44,6	36,8	40,9	24,4	29,6	41,8	46,2	41,9	34,5
Ливан	-15,3	-13,4	-5,3	-6,8	-9,2	-9,8	-10,8	-14,4	-14,2	-13,4	-11,0
Ливия	21,1	38,3	51,0	43,5	38,0	14,9	20,9	4,4	15,4	23,6	11,5
Мавритания	-34,6	-47,2	-1,3	-17,2	-14,8	-10,7	-8,8	-6,5	-18,3	-13,7	-3,9
Марокко	1,7	1,8	2,2	-0,1	-5,2	-5,4	-4,2	-7,4	-5,9	-6,0	-5,0
Оман	4,5	16,8	15,4	5,9	8,3	-1,3	8,8	13,2	12,9	8,3	-9,3
Катар	22,4	29,9	25,1	25,4	28,7	10,2	26,3	28,4	31,5	29,0	8,3
Саудовская Аравия	20,8	28,5	27,8	24,3	27,8	5,6	14,8	24,4	27,9	22,7	14,0
Судан ³	-2,2	-7,9	-7,0	-4,4	-4,7	-7,9	0,7	2,1	-4,6	-4,0	-1,4
Сирийская Арабская Республика ⁴	-3,1	-2,2	1,4	-0,2	-1,3	-3,6	-3,3	...	...	...	...
Тунис	-2,4	-0,9	-1,8	-2,4	-3,8	-2,8	-4,8	-7,4	-7,1	-7,1	-5,8
Объединенные Арабские Эмираты	6,1	12,4	16,3	6,9	7,9	3,4	3,1	9,2	10,3	10,4	9,1
Йеменская Республика	1,6	3,8	1,1	-7,0	-4,6	-10,2	-3,7	-3,5	-1,0	-3,9	-5,2

Таблица А12. Страны с формирующимся рынком и развивающиеся страны: сальдо счета текущих операций (окончание)

	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	Прогнозы		
									2012	2013	2017
Африка к югу от Сахары	-1,5	-0,1	4,3	1,5	0,1	-3,1	-2,4	-1,8	-2,0	-2,6	-4,5
Ангола	3,8	18,7	29,6	21,7	12,7	-8,9	10,4	8,1	9,7	6,2	-5,0
Бенин	-7,0	-6,3	-5,3	-10,2	-8,1	-8,9	-7,2	-7,9	-7,6	-7,4	-5,1
Ботсвана	3,5	15,2	17,2	15,0	6,9	-5,8	-5,2	-6,8	-4,1	-1,4	0,7
Буркина-Фасо	-11,0	-11,6	-9,1	-8,2	-11,2	-4,4	-3,6	-4,4	-8,0	-6,9	-6,1
Бурунди	-5,4	-5,4	-22,9	-5,9	-1,8	-11,5	-9,9	-12,9	-12,3	-8,7	-7,8
Камерун	-3,4	-3,4	1,6	1,4	-1,2	-3,7	-2,8	-3,5	-4,8	-3,3	-3,1
Кабо-Верде	-14,3	-3,5	-5,4	-14,7	-15,7	-15,6	-12,5	-12,5	-12,1	-10,5	-8,4
Центральноафриканская Республика	-1,8	-6,5	-3,0	-6,2	-9,9	-8,1	-9,9	-6,9	-7,6	-6,8	-4,2
Чад	-17,1	1,2	5,9	11,6	9,0	-4,0	-3,5	-17,7	-10,0	3,3	-2,4
Коморские Острова	-4,6	-7,4	-6,0	-5,7	-10,9	-7,7	-6,9	-9,9	-11,1	-9,6	-7,8
Демократическая Республика Конго	-3,0	-13,3	-2,7	-1,1	-17,5	-10,5	-6,9	-8,7	-7,8	-6,5	-5,7
Республика Конго	-5,7	3,7	3,6	-6,5	2,3	-7,4	5,1	6,2	4,3	3,8	-1,1
Кот-д'Ивуар	1,6	0,2	2,8	-0,7	1,9	7,0	1,1	6,7	-2,8	-3,0	-4,8
Экваториальная Гвинея	-21,6	-6,2	7,7	5,0	9,1	-17,1	-24,1	-9,7	-9,0	-6,6	-7,5
Эритрея	-0,7	0,3	-3,6	-6,1	-5,5	-7,6	-5,6	0,6	2,8	2,6	-2,5
Эфиопия	-1,4	-6,3	-9,1	-4,5	-5,6	-5,0	-4,4	-0,2	-8,4	-7,6	-5,2
Габон	11,2	22,9	15,6	17,0	24,2	6,3	9,1	12,0	11,7	7,5	3,7
Гамбия	-4,5	-10,3	-6,9	-8,3	-12,1	-12,3	-15,7	-14,1	-17,9	-14,9	-12,2
Гана	-2,2	-4,4	-7,1	-8,0	-10,8	-3,2	-7,3	-10,0	-6,9	-6,0	-8,1
Гвинея	-2,5	-1,0	-4,6	-11,7	-10,3	-9,9	-12,4	-6,4	-36,1	-39,7	3,5
Гвинея-Бисау	1,4	-2,1	-5,6	-3,5	-4,9	-6,4	-8,3	-6,2	-7,2	-6,9	-4,3
Кения	0,1	-1,4	-2,2	-3,7	-7,4	-5,7	-6,5	-11,8	-9,6	-8,4	-5,5
Лесото	9,8	-1,0	14,6	6,2	10,3	-3,4	-15,1	-16,6	-11,2	-15,4	-0,2
Либерия	-20,2	-37,4	-13,8	-28,7	-57,3	-38,2	-43,4	-43,2	-60,5	-58,7	-10,2
Мадагаскар	-10,6	-11,6	-9,9	-12,7	-20,6	-21,1	-9,7	-7,4	-6,3	-5,5	-0,6
Малави	-11,2	-11,9	-11,3	1,0	-9,7	-5,5	-1,2	-3,4	-2,1	-1,8	-1,6
Мали	-7,9	-8,5	-4,1	-6,9	-12,2	-7,3	-12,6	-10,2	-10,3	-9,0	-8,3
Маврикий	-1,8	-5,0	-9,1	-5,4	-10,1	-7,4	-8,2	-10,3	-11,1	-10,1	-5,7
Мозамбик	-10,7	-11,6	-10,7	-9,7	-11,9	-12,2	-11,7	-13,0	-12,7	-12,4	-10,8
Намибия	7,0	4,7	13,9	9,1	2,8	1,8	-1,8	-6,2	-4,4	-4,0	-2,2
Нигер	-7,3	-8,9	-8,6	-8,2	-13,0	-25,0	-21,1	-28,5	-26,6	-20,7	-11,3
Нигерия	5,6	8,7	25,3	16,8	13,6	7,9	1,3	6,2	7,3	5,3	-0,4
Руанда	1,8	1,0	-4,3	-2,2	-4,9	-7,3	-6,0	-10,4	-12,5	-8,6	-2,0
Сан-Томе и Принсипи	-16,0	-11,0	-25,8	-29,8	-22,0	-25,5	-34,1	-33,1	-35,2	-33,6	-9,2
Сенегал	-6,9	-8,9	-9,2	-11,6	-14,1	-6,7	-6,1	-8,3	-10,0	-10,7	-7,6
Сейшельские Острова	-9,1	-22,2	-15,8	-15,3	-20,2	-9,8	-20,1	-21,6	-22,5	-18,3	-1,7
Сьерра-Леоне	-5,8	-7,1	-5,6	-5,5	-11,5	-8,4	-28,8	-56,4	-10,0	-9,4	-9,5
Южная Африка	-3,0	-3,5	-5,3	-7,0	-7,2	-4,0	-2,8	-3,3	-4,8	-5,5	-6,0
Свазиленд	3,1	-4,1	-7,4	-2,2	-8,2	-13,8	-16,5	-11,1	0,4	-5,7	-6,5
Танзания	-2,5	-5,1	-8,2	-10,4	-11,9	-10,7	-9,3	-9,7	-12,3	-11,2	-12,0
Того	-10,0	-9,9	-8,4	-8,7	-6,8	-6,6	-7,1	-7,5	-9,3	-9,3	-7,1
Уганда	0,1	-1,4	-3,4	-3,1	-3,1	-8,7	-9,6	-11,1	-12,5	-10,7	-8,7
Замбия	-10,4	-8,5	-0,4	-6,5	-7,2	4,2	7,1	1,2	1,3	2,6	3,6
Зимбабве ⁵	-8,4	-10,8	-8,5	-7,1	-22,9	-24,2	-23,1	-17,5	-15,7	-14,9	-12,0

¹Грузия и Монголия, которые не являются членами Содружества Независимых Государств, включены в эту группу в силу их географического положения и схожих характеристик структуры экономики.

²Показатели основаны на официальных данных Аргентины по ВВП. См. сноску к Таблице А4.

³Данные за 2011 год не включают Южный Судан после 9 июля. Данные начиная с 2012 относятся к теперешнему Судану.

⁴Данные по Сирийской Арабской Республике начиная с 2011 года не включены ввиду неопределенности политической ситуации.

⁵Зимбабвийский доллар вышел из обращения в начале 2009 года. Данные основаны на оценках изменений цен и валютных курсов в долларах США, составленных персоналом МВФ.

Значения оценок персонала МВФ в долларах США могут отличаться от оценок властей.

Таблица А13. Страны с формирующимся рынком и развивающиеся страны: чистые финансовые потоки¹

(В миллиардах долларов США)

	Среднее									Прогнозы	
	2001–2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013
Страны с формирующимся рынком и развивающиеся страны											
Частные финансовые потоки, нетто	110,1	242,4	320,7	299,4	700,1	259,5	285,2	527,0	521,0	394,7	460,0
Частные прямые инвестиции, нетто	155,6	187,5	293,2	303,6	440,2	479,6	313,9	332,0	418,3	403,8	421,2
Частные портфельные потоки, нетто	-32,1	16,9	41,1	-39,5	105,9	-72,9	86,0	232,9	101,1	79,3	99,3
Другие частные финансовые потоки, нетто	-13,4	38,1	-13,7	35,3	154,1	-147,1	-114,7	-37,9	1,6	-88,4	-60,5
Официальные финансовые потоки, нетто ²	-10,1	-68,4	-95,0	-163,9	-92,6	-97,8	135,0	74,7	-109,8	-109,7	-112,9
Изменение резервов ³	-189,1	-414,6	-590,6	-755,4	-1,210,0	-724,9	-520,3	-873,8	-831,6	-733,3	-724,6
<i>Для справки</i>											
Счет текущих операций ⁴	93,6	215,8	412,6	644,1	633,0	676,3	294,7	400,6	476,3	450,3	373,3
Центральная и Восточная Европа											
Частные финансовые потоки, нетто	23,6	49,7	102,1	117,6	182,4	153,5	25,9	79,7	88,9	95,3	112,1
Частные прямые инвестиции, нетто	14,4	30,6	37,8	64,1	74,7	67,5	30,4	21,7	33,7	35,1	39,0
Частные портфельные потоки, нетто	2,4	15,7	20,8	0,9	-4,2	-10,4	9,0	27,1	28,8	23,8	28,4
Другие частные финансовые потоки, нетто	6,9	3,4	43,5	52,5	111,8	96,4	-13,5	30,9	26,5	36,4	44,6
Официальные финансовые потоки, нетто ²	5,4	9,6	3,3	5,0	-6,1	20,5	48,4	35,1	21,8	11,3	3,0
Изменение резервов ³	-6,9	-12,8	-43,6	-32,3	-36,4	-4,0	-29,0	-36,8	-14,4	-2,0	-6,6
Содружество Независимых Государств⁵											
Частные финансовые потоки, нетто	6,9	5,6	29,1	51,6	129,2	-97,9	-63,1	-22,6	-60,7	-55,2	-17,4
Частные прямые инвестиции, нетто	5,1	13,2	11,7	21,4	28,3	50,6	16,2	10,3	22,0	16,8	23,5
Частные портфельные потоки, нетто	1,6	4,7	3,9	4,9	19,5	-31,5	-9,5	10,1	-5,2	-1,8	2,2
Другие частные финансовые потоки, нетто	0,1	-12,3	13,5	25,4	81,4	-117,0	-69,7	-43,0	-77,5	-70,3	-43,0
Официальные финансовые потоки, нетто ²	-1,4	-10,1	-18,3	-25,4	-6,0	-19,0	42,4	0,2	-8,6	-8,3	-12,1
Изменение резервов ³	-20,7	-54,9	-77,1	-127,9	-168,0	27,0	-7,9	-52,7	-44,0	-36,5	-19,0
Развивающиеся страны Азии											
Частные финансовые потоки, нетто	54,7	162,4	126,8	97,6	206,5	83,0	188,7	331,8	303,2	264,9	241,1
Частные прямые инвестиции, нетто	55,0	68,3	131,9	131,6	175,4	169,6	104,1	160,1	168,1	163,2	149,9
Частные портфельные потоки, нетто	-2,9	39,6	15,5	-46,3	64,0	9,1	56,8	101,3	64,7	69,8	75,3
Другие частные финансовые потоки, нетто	2,6	54,4	-20,7	12,4	-32,9	-95,7	27,8	70,3	70,4	31,9	15,9
Официальные финансовые потоки, нетто ²	-9,6	-19,9	-3,2	2,7	1,3	-6,6	20,2	21,4	9,7	15,0	13,8
Изменение резервов ³	-120,5	-245,5	-281,0	-361,5	-612,2	-491,5	-467,3	-584,5	-468,5	-441,0	-461,3
Латинская Америка и Карибский бассейн											
Частные финансовые потоки, нетто	28,0	17,3	45,4	29,9	94,6	74,1	64,8	127,7	198,9	155,3	151,3
Частные прямые инвестиции, нетто	53,6	50,5	57,3	32,8	90,7	98,3	70,2	77,1	133,4	128,7	130,4
Частные портфельные потоки, нетто	-14,1	-21,5	2,9	15,9	39,5	-11,8	34,2	72,7	44,2	29,7	28,2
Другие частные финансовые потоки, нетто	-11,4	-11,8	-14,9	-18,8	-35,7	-12,4	-39,6	-22,1	21,3	-3,1	-7,3
Официальные финансовые потоки, нетто ²	15,1	-10,6	-38,7	-56,0	-4,7	4,2	43,4	46,7	17,1	34,4	31,1
Изменение резервов ³	-9,7	-24,3	-36,3	-52,5	-133,6	-50,6	-49,7	-104,6	-119,4	-60,9	-43,2
Ближний Восток и Северная Африка											
Частные финансовые потоки, нетто	-5,0	-3,3	-3,7	-1,7	68,8	37,7	54,7	20,1	-18,5	-86,7	-62,4
Частные прямые инвестиции, нетто	13,9	13,1	35,9	45,0	48,9	58,2	62,0	40,5	28,7	26,1	33,3
Частные портфельные потоки, нетто	-15,1	-23,6	-1,1	-20,3	-11,4	3,2	0,6	26,1	-16,9	-41,0	-34,6
Другие частные финансовые потоки, нетто	-3,8	7,2	-38,5	-26,4	31,2	-23,7	-7,9	-46,6	-30,2	-71,7	-61,0
Официальные финансовые потоки, нетто ²	-19,9	-37,2	-30,2	-60,8	-76,2	-106,1	-35,7	-59,5	-176,8	-187,9	-170,7
Изменение резервов ³	-30,7	-58,3	-129,5	-151,6	-231,2	-186,6	23,1	-91,7	-164,4	-166,2	-169,0
Африка к югу от Сахары											
Частные финансовые потоки, нетто	1,8	10,8	21,0	4,3	18,7	9,1	14,1	-9,7	9,2	21,1	35,2
Частные прямые инвестиции, нетто	13,6	11,7	18,5	8,7	22,1	35,4	31,0	22,2	32,6	33,8	45,1
Частные портфельные потоки, нетто	-4,0	2,0	-0,9	5,5	-1,6	-31,5	-5,2	-4,4	-14,5	-1,2	-0,2
Другие частные финансовые потоки, нетто	-7,8	-2,9	3,3	-9,9	-1,8	5,3	-11,7	-27,4	-8,9	-11,6	-9,7
Официальные финансовые потоки, нетто ²	0,3	-0,3	-7,8	-29,5	-0,9	9,2	16,3	30,7	27,1	25,9	21,9
Изменение резервов ³	-0,5	-18,7	-23,2	-29,6	-28,4	-19,1	10,5	-3,5	-20,9	-26,8	-25,5
<i>Для справки</i>											
Страны-экспортеры топлива											
Частные финансовые потоки, нетто	-8,6	-8,2	0,9	8,8	125,4	-144,5	-67,7	-78,1	-150,3	-214,9	-155,8
Другие страны											
Частные финансовые потоки, нетто	118,6	250,6	319,8	290,6	574,7	404,0	352,9	605,0	671,3	609,6	615,8

¹Чистые финансовые потоки включают чистые прямые инвестиции, чистые портфельные инвестиции и другие чистые официальные и частные финансовые потоки, а также изменения резервов.²Исключая гранты и включая операции с внешними активами и обязательствами официальных агентств.³Знак «минус» означает увеличение.⁴Сумма сальдо счета текущих операций, чистых частных финансовых потоков, чистых официальных потоков и изменения резервов равна (с противоположным знаком) сумме сальдо счета операций с капиталом и ошибок и пропусков.⁵Грузия и Монголия, которые не являются членами Содружества Независимых Государств, включены в эту группу в силу их географического положения и схожих характеристик структуры экономики.

Таблица А14. Страны с формирующимся рынком и развивающиеся страны: частные финансовые потоки¹

(В миллиардах долларов США)

	Среднее									Прогнозы	
	2001–2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013
Страны с формирующимся рынком и развивающиеся страны											
Частные финансовые потоки, нетто	110,1	242,4	320,7	299,4	700,1	259,5	285,2	527,0	521,0	394,7	460,0
Активы	-97,8	-265,8	-335,8	-620,2	-815,6	-584,4	-297,3	-580,8	-553,6	-614,9	-626,8
Обязательства	207,0	508,3	655,0	919,6	1,514,8	841,5	582,6	1,106,0	1,074,0	1,006,5	1,084,2
Центральная и Восточная Европа											
Частные финансовые потоки, нетто	23,6	49,7	102,1	117,6	182,4	153,5	25,9	79,7	88,9	95,3	112,1
Активы	-6,9	-30,0	-17,8	-56,4	-44,5	-29,3	-10,0	-6,9	10,8	2,0	3,4
Обязательства	30,6	79,7	119,8	173,7	226,0	182,0	36,6	86,8	78,4	93,7	108,9
Содружество Независимых Государств²											
Частные финансовые потоки, нетто	6,9	5,6	29,1	51,6	129,2	-97,9	-63,1	-22,6	-60,7	-55,2	-17,4
Активы	-20,6	-53,0	-80,3	-100,1	-160,6	-264,8	-74,0	-103,5	-128,9	-122,1	-110,5
Обязательства	27,5	58,6	109,4	152,0	289,8	167,4	11,1	80,4	68,0	65,2	93,2
Развивающиеся страны Азии											
Частные финансовые потоки, нетто	54,7	162,4	126,8	97,6	206,5	83,0	188,7	331,8	303,2	264,9	241,1
Активы	-19,5	-54,1	-115,7	-221,6	-248,2	-171,1	-92,8	-234,2	-210,6	-273,4	-290,0
Обязательства	73,9	216,3	242,2	319,2	454,1	253,1	281,1	565,8	513,9	538,3	529,9
Латинская Америка и Карибский бассейн											
Частные финансовые потоки, нетто	28,0	17,3	45,4	29,9	94,6	74,1	64,8	127,7	198,9	155,3	151,3
Активы	-31,9	-45,7	-50,3	-91,9	-114,9	-74,9	-96,6	-160,9	-113,2	-78,1	-79,8
Обязательства	59,0	62,8	94,6	121,8	209,6	148,1	161,1	287,5	312,1	232,4	230,3
Ближний Восток и Северная Африка											
Частные финансовые потоки, нетто	-5,0	-3,3	-3,7	-1,7	68,8	37,7	54,7	20,1	-18,5	-86,7	-62,4
Активы	-10,1	-71,5	-55,8	-120,3	-213,4	-25,4	-8,3	-46,4	-90,5	-119,1	-118,6
Обязательства	5,1	68,3	52,1	118,6	282,2	63,1	63,0	66,5	72,0	32,4	56,2
Африка к югу от Сахары											
Частные финансовые потоки, нетто	1,8	10,8	21,0	4,3	18,7	9,1	14,1	-9,7	9,2	21,1	35,2
Активы	-8,7	-11,5	-15,8	-29,9	-34,0	-18,8	-15,6	-29,0	-21,2	-24,3	-31,3
Обязательства	10,8	22,7	37,0	34,3	53,1	28,0	29,7	19,0	29,6	44,6	65,7

¹Частные финансовые потоки включают прямые инвестиции, портфельные инвестиции и другие потоки долго- и краткосрочных инвестиций.

²Грузия и Монголия, которые не являются членами Содружества Независимых Государств, включены в эту группу в силу их географического положения и схожих характеристик структуры экономики.

Таблица А15. Сводные данные об источниках и использовании мировых сбережений

(В процентах ВВП)

	Среднее							Прогнозы			
	1990–1997	1998–2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014–2017
Весь мир											
Сбережения	22,1	21,7	24,0	24,2	24,1	21,9	23,3	24,0	24,4	24,8	25,5
Инвестиции	23,0	21,9	23,2	23,7	23,8	21,7	22,8	23,5	24,0	24,5	25,5
Страны с развитой экономикой											
Сбережения	21,7	20,5	20,9	20,7	19,8	17,2	18,2	18,5	18,6	19,1	19,8
Инвестиции	22,3	21,1	21,5	21,6	21,0	17,7	18,6	18,8	19,2	19,4	20,3
Чистое кредитование	-0,5	-0,5	-0,7	-0,9	-1,2	-0,6	-0,4	-0,3	-0,5	-0,3	-0,5
Текущие трансферты	-0,4	-0,6	-0,7	-0,8	-0,8	-0,8	-0,9	-0,8	-0,8	-0,7	-0,7
Факторный доход	-0,5	0,4	1,1	0,5	0,6	0,3	0,7	0,9	0,7	0,7	0,6
Сальдо ресурсов	0,5	-0,3	-1,0	-0,6	-0,8	0,1	0,0	-0,3	-0,3	-0,1	-0,2
Соединенные Штаты											
Сбережения	16,0	16,3	16,4	14,6	13,4	11,5	12,5	12,9	13,1	13,7	15,2
Инвестиции	18,3	19,8	20,6	19,6	18,1	14,7	15,8	15,9	16,3	16,8	18,4
Чистое кредитование	-2,3	-3,5	-4,2	-5,0	-4,7	-3,3	-3,3	-3,0	-3,3	-3,1	-3,3
Текущие трансферты	-0,5	-0,6	-0,7	-0,8	-0,9	-0,9	-0,9	-0,9	-0,8	-0,8	-0,7
Факторный доход	-0,7	1,0	2,2	0,8	1,0	0,4	1,1	1,6	1,5	1,6	1,5
Сальдо ресурсов	-1,1	-3,9	-5,6	-5,0	-4,9	-2,7	-3,4	-3,7	-4,0	-3,9	-4,0
Зона евро											
Сбережения	...	21,5	22,3	22,9	21,4	19,0	19,8	20,0	20,3	20,5	20,9
Инвестиции	...	21,0	21,9	22,6	22,2	19,0	19,3	19,6	19,5	19,5	19,7
Чистое кредитование	...	0,5	0,4	0,3	-0,8	0,0	0,5	0,4	0,8	1,0	1,1
Текущие трансферты ¹	-0,6	-0,8	-1,0	-1,1	-1,1	-1,1	-1,2	-1,1	-1,0	-1,0	-1,0
Факторный доход ¹	-0,6	-0,4	0,3	-0,2	-0,6	-0,2	0,3	0,1	-0,2	-0,4	-0,5
Сальдо ресурсов ¹	1,1	1,7	1,2	1,6	0,9	1,4	1,4	1,5	2,0	2,4	2,6
Германия											
Сбережения	21,9	20,9	24,4	26,7	25,6	22,5	23,4	23,7	23,7	23,3	22,6
Инвестиции	22,8	19,6	18,1	19,3	19,4	16,5	17,3	18,0	18,5	18,5	18,6
Чистое кредитование	-0,9	1,2	6,3	7,4	6,2	5,9	6,1	5,7	5,2	4,9	4,1
Текущие трансферты	-1,6	-1,3	-1,2	-1,3	-1,3	-1,5	-1,5	-1,3	-1,3	-1,3	-1,3
Факторный доход	0,0	-0,2	1,9	1,8	1,3	2,4	2,0	1,9	1,5	1,0	0,7
Сальдо ресурсов	0,6	2,7	5,6	7,0	6,2	5,0	5,6	5,1	4,9	5,1	4,6
Франция											
Сбережения	19,9	20,4	20,3	20,9	20,1	17,5	18,6	18,8	19,4	19,7	20,7
Инвестиции	19,1	19,1	20,8	21,9	21,8	19,0	19,2	20,1	21,3	21,2	21,4
Чистое кредитование	0,8	1,3	-0,6	-1,0	-1,7	-1,5	-0,6	-1,4	-1,9	-1,5	-0,7
Текущие трансферты	-0,7	-1,0	-1,2	-1,2	-1,3	-1,4	-1,4	-1,4	-1,3	-1,3	-1,3
Факторный доход	-0,1	1,1	1,6	1,7	1,7	1,7	3,0	2,8	1,6	1,6	1,6
Сальдо ресурсов	1,6	1,3	-1,0	-1,4	-2,2	-1,7	-2,3	-2,8	-2,2	-1,8	-1,0
Италия											
Сбережения	20,8	20,8	20,3	20,9	18,7	16,8	16,7	16,4	16,6	17,2	17,7
Инвестиции	20,6	20,7	21,8	22,1	21,6	18,9	20,2	19,6	18,8	18,7	19,2
Чистое кредитование	0,2	0,1	-1,5	-1,2	-2,9	-2,1	-3,5	-3,2	-2,2	-1,5	-1,6
Текущие трансферты	-0,5	-0,5	-0,9	-0,9	-1,0	-0,9	-1,1	-0,9	-0,9	-0,8	-0,8
Факторный доход	-1,8	-0,6	0,2	-0,1	-1,2	-0,7	-0,6	-0,7	-0,8	-0,8	-0,8
Сальдо ресурсов	2,5	1,2	-0,8	-0,3	-0,7	-0,5	-1,9	-1,5	-0,5	0,1	0,0
Япония											
Сбережения	31,7	26,7	26,6	27,7	26,1	22,4	23,3	21,9	23,0	23,7	23,4
Инвестиции	29,7	23,8	22,7	22,9	23,0	19,7	19,8	19,9	20,7	20,9	21,1
Чистое кредитование	2,0	3,0	3,9	4,8	3,2	2,7	3,5	2,0	2,2	2,7	2,3
Текущие трансферты	-0,2	-0,2	-0,2	-0,3	-0,3	-0,2	-0,2	-0,2	-0,2	-0,1	-0,1
Факторный доход	0,8	1,6	2,7	3,1	3,1	2,5	2,4	3,0	2,7	2,7	2,8
Сальдо ресурсов	1,4	1,5	1,4	1,9	0,4	0,5	1,4	-0,7	-0,4	0,2	-0,4
Соединенное Королевство											
Сбережения	15,6	15,5	14,2	15,8	15,6	12,7	12,1	12,9	13,1	14,2	16,6
Инвестиции	17,2	17,4	17,5	18,2	17,0	14,2	15,4	14,8	14,8	15,3	17,1
Чистое кредитование	-1,6	-1,9	-3,2	-2,5	-1,4	-1,5	-3,3	-1,9	-1,7	-1,1	-0,6
Текущие трансферты	-0,7	-0,9	-0,9	-1,0	-1,0	-1,1	-1,4	-1,4	-1,1	-1,1	-1,1
Факторный доход	-0,3	1,1	0,7	1,5	2,3	1,5	0,6	1,4	0,7	0,7	0,7
Сальдо ресурсов	-0,6	-2,2	-3,1	-3,0	-2,7	-1,8	-2,5	-1,8	-1,4	-0,8	-0,2

Таблица A15. Сводные данные об источниках и использовании мировых сбережений (продолжение)

	Среднее									Прогнозы		
	1990–1997	1998–2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014–2017	
Канада												
Сбережения	16,4	21,8	24,4	24,1	23,6	17,9	19,1	20,0	20,6	21,0	21,7	
Инвестиции	19,0	20,3	23,0	23,2	23,2	20,9	22,2	22,8	23,2	23,6	24,0	
Чистое кредитование	-2,5	1,6	1,4	0,8	0,3	-3,0	-3,1	-2,8	-2,7	-2,7	-2,3	
Текущие трансферты	-0,1	0,0	-0,1	-0,1	-0,1	-0,2	-0,2	-0,2	-0,3	-0,3	-0,3	
Факторный доход	-3,6	-2,6	-0,9	-0,9	-1,1	-1,0	-1,0	-1,2	-1,3	-1,2	-1,6	
Сальдо ресурсов	1,1	4,1	2,4	1,9	1,5	-1,8	-2,0	-1,3	-1,1	-1,2	-0,4	
Новые индустриальные страны Азии												
Сбережения	34,6	32,2	32,5	33,4	32,6	31,2	33,7	32,4	31,7	31,5	31,0	
Инвестиции	32,7	26,5	26,4	26,2	27,6	23,5	26,4	26,0	25,9	25,8	25,7	
Чистое кредитование	1,9	5,7	6,1	7,2	4,9	7,7	7,3	6,5	5,9	5,7	5,3	
Текущие трансферты	-0,1	-0,5	-0,7	-0,7	-0,6	-0,6	-0,8	-0,8	-0,8	-0,8	-0,7	
Факторный доход	0,8	0,4	0,6	0,7	0,9	0,7	0,8	0,7	0,7	0,6	0,7	
Сальдо ресурсов	1,2	5,9	6,2	7,2	4,7	7,7	7,2	6,5	6,0	5,8	5,3	
Страны с формирующимся рынком и развивающиеся страны												
Сбережения	23,7	26,3	32,8	33,1	33,6	32,1	32,9	33,6	33,7	33,9	33,8	
Инвестиции	26,2	25,1	27,8	29,2	30,1	30,5	31,0	31,8	32,1	32,7	33,0	
Чистое кредитование	-1,9	1,2	5,0	4,0	3,4	1,7	1,9	1,8	1,6	1,2	0,7	
Текущие трансферты	0,7	1,3	1,8	1,6	1,5	1,4	1,3	1,1	1,0	1,0	1,1	
Факторный доход	-1,6	-1,9	-1,8	-1,6	-1,6	-1,5	-1,5	-1,8	-1,7	-1,4	-1,1	
Сальдо ресурсов	-0,9	1,8	5,1	4,0	3,6	1,7	2,1	2,6	2,2	1,7	0,8	
<i>Для справки</i>												
Приобретение иностранных активов	1,9	4,7	10,6	12,6	6,9	4,9	6,8	5,7	4,9	4,4	3,7	
Изменение резервов	1,1	2,5	5,9	7,7	3,8	2,9	4,0	3,3	2,7	2,5	2,3	
Региональные группы												
Центральная и Восточная Европа												
Сбережения	20,1	17,3	16,6	16,3	16,7	16,0	16,2	16,8	16,7	16,9	17,3	
Инвестиции	22,0	21,0	23,4	24,7	25,0	19,1	20,8	22,7	22,2	22,4	22,9	
Чистое кредитование	-1,8	-3,8	-6,8	-8,4	-8,3	-3,0	-4,6	-6,0	-5,6	-5,5	-5,6	
Текущие трансферты	1,8	2,0	1,8	1,6	1,5	1,7	1,5	1,6	1,5	1,4	1,3	
Факторный доход	-1,3	-1,4	-2,3	-2,9	-2,4	-2,3	-2,2	-2,5	-2,3	-2,3	-2,1	
Сальдо ресурсов	-2,3	-4,5	-6,3	-7,1	-7,5	-2,6	-4,0	-5,2	-4,9	-4,7	-4,8	
<i>Для справки</i>												
Приобретение иностранных активов	0,9	2,7	6,1	4,8	1,7	1,7	2,7	-0,1	0,4	0,5	0,2	
Изменение резервов	0,4	1,4	2,5	2,2	0,2	1,8	2,1	0,8	0,1	0,3	0,1	
Содружество Независимых Государств²												
Сбережения	...	27,1	30,2	30,7	30,1	21,9	26,2	29,1	28,8	28,7	26,6	
Инвестиции	...	20,2	23,0	26,7	25,2	19,1	22,4	24,4	24,9	27,0	27,3	
Чистое кредитование	...	6,9	7,3	4,0	4,8	2,8	3,8	4,7	3,9	1,6	-0,7	
Текущие трансферты	...	0,6	0,4	0,3	0,4	0,4	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3	
Факторный доход	...	-3,0	-3,3	-2,9	-3,4	-3,6	-3,7	-3,8	-3,4	-3,0	-2,3	
Сальдо ресурсов	...	9,2	10,3	6,8	8,0	5,8	7,1	8,2	7,1	4,4	1,4	
<i>Для справки</i>												
Приобретение иностранных активов	...	9,3	14,9	17,5	10,0	1,5	6,1	5,4	4,5	2,9	1,7	
Изменение резервов	...	4,0	9,8	9,8	-1,2	0,5	2,7	1,8	1,4	0,6	0,3	
Развивающиеся страны Азии												
Сбережения	31,7	34,3	42,6	43,5	43,8	45,3	44,4	43,5	43,3	43,5	43,6	
Инвестиции	33,6	31,9	37,0	36,9	38,3	41,4	41,2	41,7	42,1	42,1	41,6	
Чистое кредитование	-1,9	2,3	5,5	6,6	5,4	3,8	3,2	1,8	1,1	1,4	2,0	
Текущие трансферты	1,0	1,8	2,2	2,2	2,1	1,9	1,7	1,4	1,4	1,4	1,7	
Факторный доход	-1,7	-1,5	-0,9	-0,5	-0,3	-0,5	-0,4	-0,7	-0,6	-0,3	-0,2	
Сальдо ресурсов	-1,3	2,1	4,3	5,0	3,7	2,4	1,8	1,0	0,3	0,3	0,6	
<i>Для справки</i>												
Приобретение иностранных активов	3,2	5,4	11,2	13,4	7,6	6,8	8,4	5,5	4,8	4,5	4,5	
Изменение резервов	1,9	3,8	7,5	10,1	6,6	5,9	6,1	4,1	3,6	3,4	3,5	

Таблица А15. Сводные данные об источниках и использовании мировых сбережений (продолжение)

	Среднее								Прогнозы		
	1990–1997	1998–2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014–2017
Латинская Америка и Карибский бассейн											
Сбережения	19,0	19,1	23,3	23,0	22,8	20,0	20,5	21,2	20,9	21,1	21,3
Инвестиции	21,0	20,5	21,7	22,6	23,8	20,6	21,8	22,7	23,0	23,3	23,7
Чистое кредитование	-2,1	-1,4	1,6	0,4	-0,9	-0,6	-1,3	-1,5	-2,1	-2,1	-2,4
Текущие трансферты	0,9	1,5	2,1	1,8	1,6	1,4	1,3	1,1	1,1	1,1	1,1
Факторный доход	-2,4	-3,0	-3,0	-2,7	-2,7	-2,5	-2,5	-2,8	-2,7	-2,5	-2,4
Сальдо ресурсов	-0,5	0,1	2,6	1,3	0,2	0,5	0,0	0,2	-0,5	-0,7	-1,0
<i>Для справки</i>											
Приобретение иностранных активов	1,2	2,3	2,9	5,8	2,4	4,4	5,2	4,8	2,4	1,9	1,2
Изменение резервов	0,9	0,5	1,7	3,6	1,2	1,2	2,1	2,1	1,1	0,7	0,5
Ближний Восток и Северная Африка											
Сбережения	22,4	30,0	41,1	40,6	42,5	31,5	35,6	39,6	40,9	39,4	36,2
Инвестиции	24,4	23,4	22,9	26,3	27,1	29,0	27,8	26,6	26,3	26,8	27,6
Чистое кредитование	-2,0	6,6	18,3	14,6	15,0	3,0	8,1	13,4	14,7	12,8	8,4
Текущие трансферты	-2,2	-1,0	-0,4	-0,8	-0,8	-1,4	-1,2	-1,5	-1,5	-1,8	-1,9
Факторный доход	1,5	0,6	0,9	1,1	0,6	0,2	-0,3	-0,8	-0,5	-0,2	0,9
Сальдо ресурсов	-1,3	7,0	18,0	14,5	15,5	3,8	9,4	15,5	16,5	14,7	9,6
<i>Для справки</i>											
Приобретение иностранных активов	1,7	8,4	24,8	28,0	15,7	4,5	9,2	14,1	13,9	12,9	9,2
Изменение резервов	0,8	3,4	9,5	12,4	8,0	-1,1	3,8	5,9	5,5	5,4	3,8
Африка к югу от Сахары											
Сбережения	15,6	16,7	25,2	23,7	22,4	19,6	19,8	19,7	19,5	19,4	19,5
Инвестиции	16,7	18,8	20,6	21,9	21,9	22,3	21,8	21,2	21,1	21,8	22,7
Чистое кредитование	-1,2	-2,1	4,6	1,8	0,4	-2,8	-2,0	-1,5	-1,7	-2,4	-3,2
Текущие трансферты	2,0	2,3	4,6	4,6	4,5	4,7	4,2	3,8	3,4	3,3	3,1
Факторный доход	-3,0	-4,8	-3,9	-5,3	-6,0	-4,3	-4,8	-5,2	-5,4	-5,4	-4,3
Сальдо ресурсов	0,0	0,3	3,8	2,5	1,7	-3,4	-1,6	-0,2	0,1	-0,4	-2,1
<i>Для справки</i>											
Приобретение иностранных активов	1,2	2,4	8,4	7,9	3,8	2,4	2,4	2,5	3,7	4,2	3,0
Изменение резервов	0,9	1,2	4,1	3,4	2,0	-1,2	0,3	1,7	2,0	1,8	1,3
Аналитические группы											
По источникам экспортных доходов											
Экспортеры топлива											
Сбережения	22,7	30,3	39,3	38,2	38,4	28,5	32,3	36,0	36,4	34,9	31,4
Инвестиции	26,0	22,7	22,7	26,3	25,3	24,6	24,8	25,0	24,9	26,2	26,7
Чистое кредитование	-1,3	7,6	16,6	12,0	12,8	4,1	7,6	11,1	11,4	8,6	4,5
Текущие трансферты	-3,2	-1,6	-0,3	-0,6	-0,6	-1,0	-0,9	-1,0	-1,0	-1,1	-1,1
Факторный доход	0,1	-1,6	-1,6	-1,6	-2,3	-2,2	-2,2	-3,0	-2,8	-2,4	-1,4
Сальдо ресурсов	1,9	10,8	18,7	14,5	16,0	6,9	10,9	15,1	15,1	12,2	7,2
<i>Для справки</i>											
Приобретение иностранных активов	1,7	9,3	21,3	23,3	14,0	3,5	7,8	11,0	10,6	8,8	5,6
Изменение резервов	0,2	3,5	10,0	10,8	3,6	-1,5	3,0	4,5	4,2	3,4	2,0
Страны, не экспортирующие топливо											
Сбережения	23,9	25,4	31,0	31,7	32,1	33,0	33,0	32,9	33,0	33,6	34,4
Инвестиции	26,0	25,7	29,3	30,0	31,5	31,9	32,6	33,5	34,1	34,4	34,6
Чистое кредитование	-2,0	-0,3	1,7	1,7	0,6	1,1	0,5	-0,6	-1,0	-0,8	-0,2
Текущие трансферты	1,4	1,9	2,4	2,3	2,2	2,0	1,8	1,6	1,6	1,5	1,7
Факторный доход	-1,9	-2,0	-1,8	-1,6	-1,4	-1,3	-1,3	-1,5	-1,4	-1,2	-1,0
Сальдо ресурсов	-1,5	-0,2	1,1	1,0	-0,2	0,4	-0,1	-0,7	-1,3	-1,2	-0,9
<i>Для справки</i>											
Приобретение иностранных активов	1,9	3,7	7,4	9,4	4,7	5,2	6,6	4,4	3,4	3,2	3,2
Изменение резервов	1,3	2,2	4,7	6,8	3,8	4,0	4,3	3,0	2,3	2,2	2,3

Таблица А15. Сводные данные об источниках и использовании мировых сбережений (окончание)

	Среднее								Прогнозы		
	1990–1997	1998–2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014–2017
По источникам внешнего финансирования											
Страны – чистые дебиторы											
Сбережения	19,3	19,4	22,5	22,7	21,7	21,0	21,5	21,5	21,2	21,6	22,4
Инвестиции	21,5	21,4	24,1	25,5	25,8	23,1	24,2	24,5	24,8	25,1	25,7
Чистое кредитование	-2,3	-2,0	-1,7	-2,7	-4,0	-2,1	-2,7	-3,0	-3,5	-3,4	-3,3
Текущие трансферты	1,8	2,6	3,0	2,9	2,9	2,9	2,6	2,5	2,5	2,5	2,4
Факторный доход	-1,9	-2,3	-2,5	-2,5	-2,5	-2,2	-2,3	-2,5	-2,5	-2,5	-2,3
Сальдо ресурсов	-2,1	-2,3	-2,3	-3,2	-4,4	-2,9	-3,1	-3,1	-3,6	-3,5	-3,4
<i>Для справки</i>											
Приобретение иностранных активов	1,1	2,3	4,1	5,9	1,6	2,7	3,7	2,8	1,4	1,4	1,1
Изменение резервов	0,9	1,1	2,5	3,9	0,7	1,5	2,0	1,5	0,6	0,7	0,7
Официальное финансирование											
Сбережения	17,4	19,0	22,8	23,4	21,6	21,7	22,4	23,3	22,5	22,9	23,1
Инвестиции	19,7	21,3	23,4	23,5	23,9	23,3	24,2	25,8	26,2	26,0	25,8
Чистое кредитование	-2,3	-2,4	-0,6	-0,1	-2,3	-1,6	-1,8	-2,5	-3,7	-3,1	-2,8
Текущие трансферты	4,8	7,6	10,7	11,4	11,0	10,8	10,8	11,4	11,0	10,6	10,0
Факторный доход	-2,6	-3,1	-2,5	-1,2	-1,6	-1,6	-1,5	-2,0	-2,3	-2,4	-2,8
Сальдо ресурсов	-4,6	-7,0	-8,8	-10,3	-11,7	-10,8	-11,0	-12,0	-12,4	-11,3	-10,0
<i>Для справки</i>											
Приобретение иностранных активов	1,5	1,7	0,2	3,3	0,9	2,8	2,4	1,8	1,5	1,7	1,6
Изменение резервов	1,5	1,2	1,2	2,3	1,3	1,3	2,0	1,1	1,3	1,6	1,8
Страны – чистые дебиторы, по состоянию обслуживания долга											
Страны, имевшие просроченную задолженность, и/или страны, которым предоставлялось переоформление долга, в период с 2006 по 2010 год											
Сбережения	14,9	17,0	22,8	22,2	20,8	18,9	19,7	20,2	20,0	20,4	20,7
Инвестиции	18,8	19,0	23,2	24,1	24,8	21,7	23,8	24,8	25,2	25,3	24,9
Чистое кредитование	-3,9	-2,0	-0,3	-1,9	-4,0	-2,8	-4,0	-4,6	-5,3	-4,8	-4,2
Текущие трансферты	1,7	3,9	5,6	5,0	4,5	4,5	4,2	3,6	3,5	3,3	3,2
Факторный доход	-3,6	-4,0	-2,9	-2,8	-3,7	-3,1	-3,8	-3,9	-3,8	-3,6	-3,2
Сальдо ресурсов	-2,1	-1,9	-3,1	-4,0	-4,9	-4,4	-4,7	-4,4	-5,1	-4,6	-4,2
<i>Для справки</i>											
Приобретение иностранных активов	2,9	2,6	3,3	5,7	1,3	1,2	2,3	2,9	1,1	1,1	0,8
Изменение резервов	0,8	0,6	2,0	3,8	0,6	1,7	1,4	0,2	0,6	0,7	0,6

Примечание. В этой таблице оценки основаны на статистике национальных счетов и платежного баланса отдельных стран. Составные показатели по страновым группам рассчитаны как сумма стоимостных показателей в долларах США по соответствующим отдельным странам. Этот подход отличается от расчетов в издании «Перспективы развития мировой экономики» за апрель 2005 года и ранее, где составные показатели взвешивались по доле ВВП, стоимость которого оценивалась по паритету покупательной способности (ППС), в общемировом ВВП. Для многих стран оценки национального сбережения составлены с использованием данных национальных счетов по валовым внутренним инвестициям и основанных на платежном балансе данных о чистых иностранных инвестициях. Последнее значение, эквивалентное сальдо счета текущих операций, включает три компонента: текущие трансферты, чистый факторный доход и сальдо ресурсов. В связи со структурой источников данных, продиктованной их доступностью, выводимые оценки национального сбережения включают статистические расхождения. Кроме того, ошибки, пропуски и асимметрия в статистике платежного баланса влияют на оценки чистого кредитования; на глобальном уровне чистое кредитование, которое теоретически должно быть равным нулю, равно расхождению в мировых счетах текущих операций. Несмотря на эти недостатки статистики, оценки движения средств, такие как представленные в этой таблице, предоставляют полезную основу для анализа динамики сбережения и инвестиций, как во времени, так и по регионам и странам.

¹Рассчитано на основе данных по отдельным странам зоны евро.

²Грузия и Монголия, которые не являются членами Содружества Независимых Государств, включены в эту группу в силу их географического положения и схожих характеристик структуры экономики.

Таблица А16. Краткий обзор среднесрочного базисного сценария развития мировой экономики

	Среднее				Прогнозы			
	1994–2001	2002–2009	2010	2011	2012	2013	2010–2013	2014–2017
<i>Годовое изменение в процентах, если не указано иное</i>								
Мировой реальный ВВП	3,5	3,6	5,3	3,9	3,5	4,1	4,2	4,5
Страны с развитой экономикой	3,1	1,4	3,2	1,6	1,4	2,0	2,1	2,6
Страны с формирующимся рынком и развивающиеся страны	4,2	6,4	7,5	6,2	5,7	6,0	6,4	6,3
<i>Для справки</i>								
Потенциальный объем производства								
Основные страны с развитой экономикой	2,5	1,9	0,9	1,2	1,3	1,4	1,2	1,6
Мировая торговля, объем¹	7,4	4,4	12,9	5,8	4,0	5,6	7,0	6,3
Импорт								
Страны с развитой экономикой	7,8	2,8	11,5	4,3	1,8	4,1	5,4	5,4
Страны с формирующимся рынком и развивающиеся страны	6,7	8,8	15,3	8,8	8,4	8,1	10,1	7,8
Экспорт								
Страны с развитой экономикой	7,0	3,3	12,2	5,3	2,3	4,7	6,0	5,4
Страны с формирующимся рынком и развивающиеся страны	8,6	7,5	14,7	6,7	6,6	7,2	8,7	7,7
Условия торговли								
Страны с развитой экономикой	0,0	-0,1	-1,0	-1,7	-0,9	0,1	-0,9	-0,2
Страны с формирующимся рынком и развивающиеся страны	0,2	1,5	2,0	3,2	0,6	-1,1	1,2	-1,0
Мировые цены в долларах США								
Продукция обрабатывающей промышленности	-0,8	3,1	2,4	7,2	0,2	0,2	2,5	0,2
Нефть	4,7	12,4	27,9	31,6	10,3	-4,1	15,5	-4,6
Первичные биржевые товары, кроме топлива	-1,4	6,7	26,3	17,8	-10,3	-2,1	6,9	-2,4
Потребительские цены								
Страны с развитой экономикой	2,1	2,0	1,5	2,7	1,9	1,7	2,0	1,8
Страны с формирующимся рынком и развивающиеся страны	23,3	6,4	6,1	7,1	6,2	5,6	6,2	4,7
Процентные ставки (в процентах)								
Реальная шестимесячная ЛИБОР ²	3,7	0,5	-0,6	-1,6	-0,1	0,1	-0,6	0,6
Мировая реальная долгосрочная процентная ставка ³	3,4	1,9	1,6	0,2	0,7	1,3	1,0	2,4
<i>В процентах ВВП</i>								
Сальдо счета текущих операций								
Страны с развитой экономикой	-0,2	-0,8	-0,2	-0,2	-0,4	-0,2	-0,2	-0,3
Страны с формирующимся рынком и развивающиеся страны	-0,6	2,9	1,9	1,9	1,7	1,3	1,7	0,8
Общая сумма внешнего долга								
Страны с формирующимся рынком и развивающиеся страны	36,9	29,8	25,2	23,8	23,7	23,6	24,0	22,7
Обслуживание долга								
Страны с формирующимся рынком и развивающиеся страны	8,8	9,9	8,2	8,4	8,9	9,1	8,7	9,2

¹Данные относятся к торговле товарами и услугами.²Ставка предложения на Лондонском межбанковском рынке по депозитам в долларах США минус процентное изменение дефлятора ВВП США.³Взвешенное по ВВП среднее значение ставок по 10-летним (или с наиболее близким сроком погашения) государственным облигациям для Германии, Италии, Канады, Соединенного Королевства, Соединенных Штатов, Франции и Японии.

«ПЕРСПЕКТИВЫ РАЗВИТИЯ МИРОВОЙ ЭКОНОМИКИ» ОТДЕЛЬНЫЕ ТЕМЫ

Архивы «Перспектив развития мировой экономики»

World Economic Outlook: Recessions and Recoveries	April 2002
World Economic Outlook: Trade and Finance	September 2002
World Economic Outlook: Growth and Institutions	April 2003
World Economic Outlook: Public Debt in Emerging Markets	September 2003
World Economic Outlook: Advancing Structural Reforms	April 2004
World Economic Outlook: The Global Demographic Transition	September 2004
World Economic Outlook: Globalization and External Balances	April 2005
«Перспективы развития мировой экономики: институциональное строительство»	Сентябрь 2005 года
«Перспективы развития мировой экономики: глобализация и инфляция»	Апрель 2006 года
«Перспективы развития мировой экономики: финансовые системы и экономические циклы»	Сентябрь 2006 года
«Перспективы развития мировой экономики: вторичные эффекты и циклы в мировой экономике»	Апрель 2007 года
«Перспективы развития мировой экономики: глобализация и неравенство»	Октябрь 2007 года
«Перспективы развития мировой экономики: жилье и экономический цикл»	Апрель 2008 года
Перспективы развития мировой экономики: финансовый стресс, экономические спады и подъемы»	Октябрь 2008 года
«Перспективы развития мировой экономики: кризис и подъем»	Апрель 2009 года
«Перспективы развития мировой экономики: поддержание экономического подъема»	Октябрь 2009 года
«Перспективы развития мировой экономики: перебалансирование роста»	Апрель 2010 года
«Перспективы развития мировой экономики: подъем, риск и перебалансирование»	Октябрь 2010 года
«Перспективы развития мировой экономики: противоречия двух темпов подъема. Безработица, биржевые товары и потоки капитала»	Апрель 2011 года
«Перспективы развития мировой экономики: замедление роста, увеличение рисков»	Сентябрь 2011 года
«Перспективы развития мировой экономики: возобновление роста, сохранение рисков»	Апрель 2012 года

I. Методология — агрегирование, моделирование и прогнозирование

The Global Economy Model	April 2003, Box 4.3
How Should We Measure Global Growth?	September 2003, Box 1.2
Measuring Foreign Reserves	September 2003, Box 2.2
The Effects of Tax Cuts in a Global Fiscal Model	April 2004, Box 2.2
Насколько точны прогнозы «Перспектив развития мировой экономики»?	Апрель 2006 года, вставка 1.3
Проведение границы между личными и корпоративными сбережениями	Апрель 2006 года, вставка 4.1

Измерение неравенства: концептуальные и методологические вопросы и проблемы измерения	Октябрь 2007 года, вставка 4.1
Новые индексы экономического цикла для Латинской Америки. Моделирование оценок за прошлые периоды	Октябрь 2007 года, вставка 5.3
Значение новых оценок на основе ППС для измерения глобального роста	Апрель 2008 года, приложение 1.1
Измерение разрывов между потенциальным и фактическим объемом производства	Октябрь 2008 года, вставка 1.3
Оценка рисков для перспектив глобальной экономики и представление информации о них	Октябрь 2008 года, приложение 1.1
Верный график глобального экономического роста	Апрель 2009 года, приложение 1.2
Индикаторы для мониторинга роста	Октябрь 2010 года, приложение 1.2
Прогнозирование потенциального объема производства с использованием искаженных данных: перспектива на основе глобальной прогнозной модели	Октябрь 2010 года, вставка 1.3
Несогласованное перебалансирование	Октябрь 2010 года, вставка 1.4
Менее благоприятные сценарии «Перспектив развития мировой экономики»	Апрель 2011 года, вставка 1.2

II. Исторические обзоры

A Historical Perspective on Booms, Busts, and Recessions	April 2003, Box 2.1
Institutional Development: The Influence of History and Geography	April 2003, Box 3.1
External Imbalances Then and Now	April 2005, Box 3.1
Долгосрочные процентные ставки в исторической перспективе	Апрель 2006 года, вставка 1.1
Рециклирование нефтедолларов в 1970-е годы	Апрель 2006 года, вставка 2.2
Исторический аспект (экономического) роста и счета текущих операций	Октябрь 2008 года, вставка 6.3
Международные финансовые кризисы в исторической перспективе	Октябрь 2009 года, вставка 4.1

III. Экономический рост — источники и тенденции

Growth and Institutions	April 2003, Chapter 3
Is the New Economy Dead?	April 2003, Box 1.2
Have External Anchors Accelerated Institutional Reform in Practice?	April 2003, Box 3.2
Institutional Development: The Role of the IMF	April 2003, Box 3.4
How Would War in Iraq Affect the Global Economy?	April 2003, Appendix 1.2
How Can Economic Growth in the Middle East and North Africa Region Be Accelerated?	September 2003, Chapter 2
Recent Changes in Monetary and Financial Conditions in the Major Currency Areas	September 2003, Box 1.1
Managing Increasing Aid Flows to Developing Countries	September 2003, Box 1.3
Accounting for Growth in the Middle East and North Africa	September 2003, Box 2.1
Fostering Structural Reforms in Industrial Countries	April 2004, Chapter 3
How Will Demographic Change Affect the Global Economy?	September 2004, Chapter 3
HIV/AIDS: Demographic, Economic, and Fiscal Consequences	September 2004, Box 3.3
Implications of Demographic Change for Health Care Systems	September 2004, Box 3.4
Workers' Remittances and Economic Development	April 2005, Chapter 2
Output Volatility in Emerging Market and Developing Countries	April 2005, Chapter 2
How Does Macroeconomic Instability Stifle Sub-Saharan African Growth?	April 2005, Box 1.5

How Should Middle Eastern and Central Asian Oil Exporters Use Their Oil Revenues?	April 2005, Box 1.6
Why Is Volatility Harmful?	April 2005, Box 2.3
Институциональное строительство	Сентябрь 2005 года, глава 3
Прибыль на инвестированный капитал в промышленно развитых и развивающихся странах	Сентябрь 2005 года, вставка 2.2
Использование конкретных механизмов для сокращения коррупции	Сентябрь 2005 года, вставка 3.2
Изучение воздействия односторонних трансфертов на институты	Сентябрь 2005 года, вставка 3.3
Влияние недавних корректировок на рынке жилья в промышленно развитых странах	Апрель 2006 года, вставка 1.2
Изобилие денежных средств: почему корпоративные сбережения столь высоки?	Апрель 2006 года, глава 4
Глобальные последствия пандемии птичьего гриппа	Апрель 2006 года, приложение 1.2
Страны Азии на подъеме: характерные особенности экономического развития и роста	Сентябрь 2006 года, глава 3
Рост производственного потенциала и производительности в Японии	Сентябрь 2006 года, вставка 3.1
Эволюция и влияние качества корпоративного управления в странах Азии	Сентябрь 2006 года, вставка 3.2
Экономическая «расстыковка»? Вторичные эффекты и циклы в мировой экономике	Апрель 2007 года, глава 4
Вторичные эффекты и синхронизация международных циклов деловой активности: более общий взгляд на проблему	Апрель 2007 года, вставка 4.3
Дискуссия относительно коэффициентов дисконтирования	Октябрь 2007 года, вставка 1.7
Налоги или количественные ограничения в условиях неопределенности (Weitzman, 1974)	Октябрь 2007 года, вставка 1.8
Опыт торговли выбросами в Европейском союзе	Октябрь 2007 года, вставка 1.9
Изменение климата. Экономическое воздействие и ответные меры политики	Октябрь 2007 года, приложение 1.2
Какие риски для глобального роста создают рынки жилья?	Октябрь 2007 года, вставка 2.1
Меняющаяся динамика глобального экономического цикла	Октябрь 2007 года, глава 5
Основные страны и колебания глобальных темпов роста	Октябрь 2007 года, вставка 5.1
Улучшение макроэкономических результатов — счастливая случайность или надлежащая политика?	Октябрь 2007 года, вставка 5.2
Цены на жилье: корректировки и последствия	Октябрь 2008 года, вставка 1.2
Глобальные циклы деловой активности	Апрель 2009 года, вставка 1.1
Насколько текущий кризис похож на Великую депрессию?	Апрель 2009 года, вставка 3.1
Является ли кредит жизненно важным элементом для подъема?	
Выводы из данных на уровне отраслей	Апрель 2009 года, вставка 3.2
От спада к подъему — насколько быстро и динамично?	Апрель 2009 года, глава 3
Каковы масштабы ущерба? Среднесрочная динамика объема производства после финансовых кризисов	Октябрь 2009, глава 4
Произойдет ли экономическое оживление без создания новых рабочих мест?	Октябрь 2009, вставка 1.3
Динамика безработицы во время спадов и подъемов. Закон Окуя и другие факторы	Апрель 2010 года, глава 3
Обязательно ли медленный рост в странах с развитой экономикой приведет к медленному росту в странах с формирующимся рынком?	Октябрь 2010 года, вставка 1.1
Восстановление мировой экономики: каково текущее состояние?	Апрель 2012 года, вставка 1.2

IV. Инфляция и дефляция; рынки биржевых товаров

Could Deflation Become a Global Problem?	April 2003, Box 1.1
Housing Markets in Industrial Countries	April 2004, Box 1.2
Is Global Inflation Coming Back?	September 2004, Box 1.1
What Explains the Recent Run-Up in House Prices?	September 2004, Box 2.1
Will the Oil Market Continue to Be Tight?	April 2005, Chapter 4
Should Countries Worry about Oil Price Fluctuations?	April 2005, Box 4.1
Data Quality in the Oil Market	April 2005, Box 4.2
Долгосрочные инфляционные ожидания и доверие	Сентябрь 2005 года, вставка 4.2
Бум цен на нетопливные биржевые товары: как долго он может продлиться?	Сентябрь 2005 года, глава 5
Международные и национальные нефтяные компании в меняющихся условиях нефтяной отрасли	Сентябрь 2006 года, вставка 1.4
Резкие изменения цен на биржевые товары, экономический рост и финансирование в странах Африки к югу от Сахары	Сентябрь 2006 года, вставка 2.2
Либерализация торговли сельскохозяйственной продукцией и цены на биржевые товары	Сентябрь 2006 года, вставка 5.1
Способствовали ли спекулятивные операции росту цен на биржевые товары?	Сентябрь 2006 года, вставка 5.2
Последние изменения на рынках биржевых товаров	Сентябрь 2006 года, приложение 2.1
Кто страдает от резкого повышения цен на продукты питания?	Октябрь 2007 года, вставка 1.1
Ограничения перерабатывающих мощностей	Октябрь 2007 года, вставка 1.5
Меры по наиболее эффективному использованию биотоплива	Октябрь 2007 года, вставка 1.6
Тенденции и перспективы на рынке биржевых товаров	Апрель 2008 года, приложение 1.2
Снижение курса доллара и цены на биржевые товары	Апрель 2008 года, вставка 1.4
Почему предложение нефти не отреагировало на повышение цен?	Апрель 2008 года, вставка 1.5
Эталоны цен на нефть	Апрель 2008 года, вставка 1.6
Глобализация, цены на биржевые товары и развивающиеся страны	Апрель 2008 года, глава 5
Текущий бум цен на биржевые товары с учетом перспектив	Апрель 2008 года, вставка 5.2
Возвращение инфляции? Цены на биржевые товары и инфляция	Октябрь 2008 года, глава 3
Оказывают ли финансовые инвестиции влияние на поведение цен на биржевые товары?	Октябрь 2008 года, вставка 3.1
Ответные меры налогово-бюджетной политики на недавнее повышение цен на биржевые товары: оценка	Октябрь 2008 года, вставка 3.2
Режимы денежно-кредитной политики и цены на биржевые товары	Октябрь 2008 года, вставка 3.3
Оценка рисков дефляции в странах Группы трех	Апрель 2009 года, вставка 1.3
Поднимутся ли вновь цены на биржевые товары, когда начнется оживление глобальной экономики?	Апрель 2009 года, вставка 1.5
Изменения и перспективы на рынках биржевых товаров	Апрель 2009 года, приложение 1.1
Изменения и перспективы на рынке биржевых товаров	Октябрь 2009 года, приложение 1.1
Что говорят нам рынки опционов о перспективах цен на биржевые товары?	Октябрь 2009 года, вставка 1.6
Чем объясняется усиление волатильности цен на продовольствие?	Октябрь 2009 года, вставка 1.7
Насколько необычным является текущий подъем цен на биржевые товары?	Апрель 2010 года, вставка 1.2
Кривые фьючерсных цен на биржевые товары и циклическая коррекция рынка	Апрель 2010 года, вставка 1.3
Изменения и перспективы на рынке биржевых товаров	Октябрь 2010 года, приложение 1.1

Мрачные перспективы для сектора недвижимости	Октябрь 2010 года, вставка 1.2
Стали ли металлы более дефицитными, и как эта дефицитность скажется на ценах?	Октябрь 2010 года, вставка 1.5
Изменения и перспективы рынка биржевых товаров	Апрель 2011 года Приложение 1.2
Дефицит нефти, рост и глобальные дисбалансы	Апрель 2011 года, глава 3
Ограничения жизненного цикла на мировую добычу нефти	Апрель 2011 года, вставка 3.1
Природный газ из нетрадиционных источников. Изменит ли он правила игры?	Апрель 2011 года, вставка 3.2
Краткосрочное воздействие нефтяных шоков на экономическую активность	Апрель 2011 года, вставка 3.3
Фильтрация событий с низкой частотой с целью выделения тенденций циклов циклов деловой активности	Апрель 2011 года, приложение 3.1
Эмпирические модели для энергоресурсов и нефти	Апрель 2011 года, приложение 3.2
Изменения и перспективы на рынке биржевых товаров	Сентябрь 2011 года, приложение 1.1
Финансовые инвестиции, спекуляция и цены на биржевые товары	Сентябрь 2011 года, вставка 1.4
Целиться туда, куда можно попасть — колебания цен на биржевые товары и денежно-кредитная политика	Сентябрь 2011 года, глава 3
Обзор рынка биржевых товаров	Апрель 2012 года, Специальный раздел о вторичных эффектах
Колебания цен на биржевые товары и страны-экспортеры биржевых товаров	Апрель 2012 года, глава 4
Макроэкономические последствия шоков цен на биржевые товары для стран с низкими доходами	Апрель 2012 года, вставка 4.1
Нестабильные цены на биржевые товары и задачи по развитию в странах с низкими доходами	Апрель 2012 года, вставка 4.2
V. Налогово-бюджетная политика	
Data on Public Debt in Emerging Market Economies	September 2003, Box 3.1
Fiscal Risk: Contingent Liabilities and Demographics	September 2003, Box 3.2
Assessing Fiscal Sustainability under Uncertainty	September 2003, Box 3.3
The Case for Growth-Indexed Bonds	September 2003, Box 3.4
Public Debt in Emerging Markets: Is It Too High?	September 2003, Chapter 3
Has Fiscal Behavior Changed under the European Economic and Monetary Union?	September 2004, Chapter 2
Bringing Small Entrepreneurs into the Formal Economy	September 2004, Box 1.5
HIV/AIDS: Demographic, Economic, and Fiscal Consequences	September 2004, Box 3.3
Implications of Demographic Change for Health Care Systems	September 2004, Box 3.4
Impact of Aging on Public Pension Plans	September 2004, Box 3.5
How Should Middle Eastern and Central Asian Oil Exporters Use Their Oil Revenues?	April 2005, Box 1.6
Financial Globalization and the Conduct of Macroeconomic Policies	April 2005, Box 3.3
Остается ли государственный долг стран с формирующимся рынком по-прежнему чрезмерно высоким?	Сентябрь 2005 года, вставка 1.1
Улучшение бюджетных показателей в странах с формирующимся рынком — циклическое или структурное явление?	Сентябрь 2006 года, вставка 2.1
В каких случаях может оказаться эффективным фискальный стимул?	Апрель 2008 года, вставка 2.1
Налогово-бюджетная политика как антициклический инструмент	Октябрь 2008 года, глава 5
Различия в размере автоматических стабилизаторов и их взаимодействие с дискреционной налогово-бюджетной политикой	Октябрь 2008 года, вставка 5.1

Почему так трудно определить воздействие бюджетного стимула?	Октябрь 2008 года, вставка 5.2
Были ли снижения налогов в США своевременными, временными и адресными?	Октябрь 2008 года, вставка 5.3
Макроэкономические последствия бюджетной консолидации. Будет ли больно?	Октябрь 2010 года, глава 3
Близнецы, разделенные при рождении? Двойное сальдо — бюджетное и внешнеторговое	Сентябрь 2011 года, глава 4

VI. Денежно-кредитная политика, финансовые рынки и движение средств

When Bubbles Burst	April 2003, Chapter 2
How Do Balance Sheet Vulnerabilities Affect Investment?	April 2003, Box 2.3
Identifying Asset Price Booms and Busts	April 2003, Appendix 2.1
Are Foreign Exchange Reserves in Asia Too High?	September 2003, Chapter 2
Reserves and Short-Term Debt	September 2003, Box 2.3
Are Credit Booms in Emerging Markets a Concern?	April 2004, Chapter 4
How Do U.S. Interest and Exchange Rates Affect Emerging Markets' Balance Sheets?	April 2004, Box 2.1
Does Financial Sector Development Help Economic Growth and Welfare?	April 2004, Box 4.1
Adjustable- or Fixed-Rate Mortgages: What Influences a Country's Choices?	September 2004, Box 2.2
What Are the Risks from Low U.S. Long-Term Interest Rates?	April 2005, Box 1.2
Regulating Remittances	April 2005, Box 2.2
Financial Globalization and the Conduct of Macroeconomic Policies	April 2005, Box 3.3
Monetary Policy in a Globalized World	April 2005, Box 3.4
Результативность таргетирования инфляции в странах с формирующимся рынком	Сентябрь 2005 года, глава 4
Более пристальный взгляд на альтернативы таргетированию: инфляции целевые показатели денежной массы и обменного курса	Сентябрь 2005 года, вставка 4.1
Как глобализация сказывается на инфляции?	Апрель 2006 года, глава 3
Влияние нефтедолларов на доходность по облигациям США и стран с формирующимся рынком	Апрель 2006 года, вставка 2.3
Глобализация и инфляция в странах с формирующимся рынком	Апрель 2006 года, вставка 3.1
Глобализация и низкая инфляция в исторической перспективе	Апрель 2006 года, вставка 3.2
Передача воздействия валютного курса на импортные цены	Апрель 2006 года, вставка 3.3
Тенденции изменения прибыли и сбережений финансового сектора	Апрель 2006 года, вставка 4.2
Как финансовые системы влияют на экономические циклы?	Сентябрь 2006 года, глава 4
Финансовый леверидж и долговая инфляция	Сентябрь 2006 года, вставка 4.1
Финансовые связи и вторичные эффекты	Апрель 2007 года, вставка 4.1
Макроэкономическая ситуация в промышленно развитых странах и финансовые потоки в страны с формирующимся рынком	Апрель 2007 года, вставка 4.2
Что такое глобальная ликвидность?	Октябрь 2007 года, вставка 1.4
Макроэкономические последствия недавних потрясений на финансовых рынках. Закономерности предыдущих эпизодов	Октябрь 2007 года, вставка 1.2
Меняющийся цикл рынка жилья и его последствия для денежно-кредитной политики	Апрель 2008 года, глава 3
Началось ли сокращение кредита?	Апрель 2008 года, вставка 1.1
Оценка уязвимости в отношении корректировок на жилищном рынке	Апрель 2008 года, вставка 3.1
Финансовый стресс и экономические спады	Октябрь 2008 года, глава 4

Меры политики по преодолению стресса финансовой системы и восстановлению финансового посредничества на прочной основе	Октябрь 2008 года, вставка 4.1
Последняя вспышка финансовой напряженности и ее возможное воздействие на глобальные перспективы	Октябрь 2008 года, вставка 1.1
Насколько уязвимы нефинансовые фирмы?	Апрель 2009 года, вставка 1.2
Исчезновение богатства домашних хозяйств	Апрель 2009 года, вставка 2.1
Влияние иностранного участия в банковском секторе во время кризисов, возникших по внутренним причинам	Апрель 2009 года, вставка 4.1
Индекс финансового стресса для стран с формирующимся рынком	Апрель 2009 года, приложение 4.1
Финансовый стресс в странах с формирующимся рынком — эконометрический анализ	Апрель 2009 года, приложение 4.2
Как финансовые связи подпитывают пламя	Апрель 2009 года, глава 4
Уроки денежно-кредитной политики, извлеченные из колебаний цен на активы	Октябрь 2009 года, глава 3
Были ли финансовые рынки в странах с формирующимся рынком более устойчивыми, чем во время предыдущих кризисов?	Октябрь 2009 года, вставка 1.2
Риски, связанные с рынками недвижимости	Октябрь 2009 года, вставка 1.4
Индексы финансовых условий	Апрель 2011 года, приложение 1.1
Обвалы цен на жилье в странах с развитой экономикой: последствия для глобальных финансовых рынков	Апрель 2011 года, вставка 1.1
Международные вторичные эффекты и разработка макроэкономической политики	Апрель 2011 года, вставка 1.3
Циклы подъемов и спадов кредита: их триггеры и последствия для политики	Сентябрь 2011 года, вставка 1.2
Являются ли падения цен на акции предвестниками спада?	Сентябрь 2011 года, вставка 1.3
Международные вторичные эффекты вследствие сокращения заемных средств банками зоны евро	Апрель 2012 года, Специальный раздел о вторичных эффектах

VII. Рынки труда, бедность и неравенство

Unemployment and Labor Market Institutions: Why Reforms Pay Off	April 2003, Chapter 4
Regional Disparities in Unemployment	April 2003, Box 4.1
Labor Market Reforms in the European Union	April 2003, Box 4.2
Глобализация рынка труда	Апрель 2007 года, глава 5
Эмиграция и внешняя торговля: каковы их последствия для развивающихся стран?	Апрель 2007 года, вставка 5.1
Реформы рынка труда в зоне евро и компромисс между заработной платой и занятостью	Октябрь 2007 года, вставка 2.2
Глобализация и неравенство	Октябрь 2007 года, глава 4
Дуализм между временными и постоянными трудовыми договорами — количественные показатели, эффекты и вопросы политики	Апрель 2010 года, вставка 3.1
Программы сокращенных рабочих часов	Апрель 2010 года, вставка 3.2
Медленный подъем в никуда? Отраслевой взгляд на рынки труда в странах с развитой экономикой	Сентябрь 2011 года, вставка 1.1
Доля рабочей силы в Европе и США во время Великой рецессии и после нее	Апрель 2012 года, вставка 1.1

VIII. Вопросы, связанные с валютными курсами

How Did the September 11 Attacks Affect Exchange Rate Expectations?	December 2001, Box 2.4
---	------------------------

Market Expectations of Exchange Rate Movements	September 2002, Box 1.2
Are Foreign Exchange Reserves in Asia Too High?	September 2003, Chapter 2
How Concerned Should Developing Countries Be about G-3 Exchange Rate Volatility?	September 2003, Chapter 2
Reserves and Short-Term Debt	September 2003, Box 2.3
The Effects of a Falling Dollar	April 2004, Box 1.1
Learning to Float: The Experience of Emerging Market Countries since the Early 1990s	September 2004, Chapter 2
How Did Chile, India, and Brazil Learn to Float?	September 2004, Box 2.3
Foreign Exchange Market Development and Intervention	September 2004, Box 2.4
Как внешние шоки могут повлиять на страны с формирующимся рынком	Сентябрь 2006 года, вставка 1.3
Обменные курсы и урегулирование внешних дисбалансов	Апрель 2007 года, глава 3
Степень влияния обменных курсов на внешнеторговые цены и внешняя корректировка	Апрель 2007 года, вставка 3.3
Снижение курса доллара США: причины и следствия	Апрель 2008 года, вставка 1.2
Уроки кризиса, касающиеся выбора курсового режима	Апрель 2010 года, вставка 1.1
IX. Внешние платежи, торговля, движение капитала и внешний долг	
Risks to the Multilateral Trading System	April 2004, Box 1.3
Is the Doha Round Back on Track?	September 2004, Box 1.3
Regional Trade Agreements and Integration: The Experience with NAFTA	September 2004, Box 1.4
Trade and Financial Integration in Europe: Five Years after the Euro's Introduction	September 2004, Box 2.5
Globalization and External Imbalances	April 2005, Chapter 3
The Ending of Global Textile Trade Quotas	April 2005, Box 1.3
What Progress Has Been Made in Implementing Policies to Reduce Global Imbalances?	April 2005, Box 1.4
Measuring a Country's Net External Position	April 2005, Box 3.2
Глобальные дисбалансы. Анализ с точки зрения сбережений и инвестиций	Сентябрь 2005 года, глава 2
Влияние демографических изменений на сбережения, инвестиции и сальдо счетов текущих операций	Сентябрь 2005 года, вставка 2.3
Как будет происходить корректировка глобальных дисбалансов?	Сентябрь 2005 года, приложение 1.2
Цены на нефть и глобальные дисбалансы	Апрель 2006 года, глава 2
Каковы успехи в урегулировании глобальных дисбалансов?	Апрель 2006 года, вставка 1.4
Дохский раунд после совещания в САР Гонконг	Апрель 2006 года, вставка 1.5
Потоки капитала в страны с формирующимся рынком — долгосрочная перспектива	Сентябрь 2006 года, вставка 1.1
Как будет происходить корректировка глобальных дисбалансов?	Сентябрь 2006 года, вставка 2.1
Внешняя устойчивость и финансовая интеграция	Апрель 2007 года, вставка 3.1
Крупные и стойкие дисбалансы счета текущих операций	Апрель 2007 года, вставка 3.2
Многосторонние консультации по глобальным дисбалансам	Октябрь 2007 года, вставка 1.3
Преодоление макроэкономических последствий крупных и изменчивых потоков помощи	Октябрь 2007 года, вставка 2.3

Как справиться с крупным притоком капитала	Октябрь 2007 года, глава 3
Можно ли достичь результатов с помощью мер контроля за операциями с капиталом?	Октябрь 2007 года, вставка 3.1
Многосторонние консультации по глобальным дисбалансам: отчет о проделанной работе	Апрель 2008 года, вставка 1.3
Как глобализация торговли и финансов воздействует на экономический рост? Теория и фактические данные	Апрель 2008 года, вставка 5.1
Различия в состоянии счетов текущих операций между разными странами с формирующимся рынком	Октябрь 2008 года, глава 6
Детерминанты счета текущих операций для стран-экспортеров нефти	Октябрь 2008 года, вставка 6.1
Суверенные фонды накопления богатства: влияние на мировые финансовые рынки	Октябрь 2008 года, вставка 6.2
Глобальные дисбалансы и финансовый кризис	Апрель 2009 года, вставка 1.4
Финансирование торговли и глобальная торговля: новые данные обследований банков	Октябрь 2009 года, вставка 1.1
От отрицательного к положительному сальдо: последние изменения в счетах текущих операций глобального платежного баланса	Октябрь 2009 года, вставка 1.5
Достижение надлежащего баланса — устранение стойких профицитов счета текущих операций	Апрель 2010 года, глава 4
Страны Азии с формирующимся рынком: ответные меры на приток капитала	Октябрь 2010 года, вставка 2.1
Группа пяти стран Латинской Америки: новая волна притока капитала	Октябрь 2010 года, вставка 2.2
Оказывают ли финансовые кризисы долгосрочное воздействие на торговлю?	Октябрь 2010 года, глава 4
Устранение дисбалансов во внешнеэкономическом секторе стран на периферии Европейского союза	Апрель 2011 года, вставка 2.1
Международные потоки капитала — надежные или непостоянные?	Апрель 2011 года, глава 4
Внешние обязательства и критические точки в возникновении кризисов	Сентябрь 2011 года, вставка 1.5

X. Региональные вопросы

Promoting Stronger Institutions and Growth: The New Partnership for Africa's Development	April 2003, Box 3.3
How Can Economic Growth in the Middle East and North Africa Region Be Accelerated?	September 2003, Chapter 2
Gulf Cooperation Council: Challenges on the Road to a Monetary Union	September 2003, Box 1.5
Accounting for Growth in the Middle East and North Africa	September 2003, Box 2.1
Is Emerging Asia Becoming an Engine of World Growth?	April 2004, Box 1.4
What Works in Africa	April 2004, Box 1.5
Economic Integration and Structural Reforms: The European Experience	April 2004, Box 3.4
What Are the Risks of Slower Growth in China?	September 2004, Box 1.2
Governance Challenges and Progress in Sub-Saharan Africa	September 2004, Box 1.6
The Indian Ocean Tsunami: Impact on South Asian Economies	April 2005, Box 1.1
Чем объясняются расхождения экономических показателей стран зоны евро?	Сентябрь 2005 года, вставка 1.3
Усиление давления на африканские страны-производители хлопка	Сентябрь 2005 года, вставка 1.5

Не слишком ли низок уровень инвестиций в азиатских странах с формирующимся рынком?	Сентябрь 2005 года, вставка 2.4
Развитие институтов с учетом местных условий. Пример преобразования прав собственности в Китае по сравнению с Центральной и Восточной Европой	Сентябрь 2005 года, вставка 3.1
Насколько быстро страны-экспортеры нефти тратят свои растущие доходы?	Апрель 2006 года, вставка 2.1
ЭВС: десять лет спустя	Октябрь 2008 года, вставка 2.1
Факторы уязвимости в странах с формирующимся рынком	Апрель 2009 года, вставка 2.2
Взаимосвязи между востоком и западом и вторичные эффекты в Европе	Апрель 2012 года вставка 2.1

XI. Анализ по отдельным странам

How Important Are Banking Weaknesses in Explaining Germany's Stagnation?	April 2003, Box 1.3
Are Corporate Financial Conditions Related to the Severity of Recessions in the United States?	April 2003, Box 2.2
Rebuilding Post-Conflict Iraq	September 2003, Box 1.4
How Will the U.S. Budget Deficit Affect the Rest of the World?	April 2004, Chapter 2
China's Emergence and Its Impact on the Global Economy	April 2004, Chapter 2
Can China Sustain Its Rapid Output Growth?	April 2004, Box 2.3
Quantifying the International Impact of China's WTO Accession	April 2004, Box 2.4
Structural Reforms and Economic Growth: New Zealand's Experience	April 2004, Box 3.1
Structural Reforms in the United Kingdom during the 1980s	April 2004, Box 3.2
The Netherlands: How the Interaction of Labor Market Reforms and Tax Cuts Led to Strong Employment Growth	April 2004, Box 3.3
Почему сальдо счета международных доходов США все еще остается положительным, и сохранится ли эта ситуация в будущем?	Сентябрь 2005 года, вставка 1.2
Становится ли Индия движущей силой глобального экономического роста?	Сентябрь 2005 года, вставка 1.4
Сбережения и инвестиции в Китае	Сентябрь 2005 года, вставка 2.1
Пересмотр показателей ВВП Китая: что он означает для Китая и глобальной экономики?	Апрель 2006 года, вставка 1.6
Что показывают исследования воздействия глобализации на неравенство по конкретным странам? Примеры Мексики, Китая и Индии	Октябрь 2007 года, вставка 4.2
Япония после Соглашения «Плаза»	Апрель 2010 года, вставка 4.1
Тайвань, провинция Китая, в конце 1980-х годов	Апрель 2010 года, вставка 4.2
Привело ли Соглашение «Плаза» к потерянному десятилетиям Японии?	Апрель 2011 года, вставка 1.4
В каком направлении движется внешний профицит Китая?	Апрель 2012 года, вставка 1.3
Корпорация кредитования домовладельцев США (ККД)	Апрель 2012 года, вставка 3.1
Реструктуризация задолженности домашних хозяйств в Исландии	Апрель 2012 года, вставка 3.2

XII. Специальные вопросы

Изменение климата и глобальная экономика	Апрель 2008 года, глава 4
Увеличение парка личного автотранспорта в странах с формирующимся рынком — последствия для изменения климата	Апрель 2008 года, вставка 4.1

Южная Азия — пример воздействия резкого климатического шока	Апрель 2008 года, вставка 4.2
Макроэкономическая политика более плавной стабилизации при резких климатических шоках	Апрель 2008 года, вставка 4.3
Страхование катастроф и облигации на катастрофы — новые инструменты для хеджирования экстремальных погодных рисков	Апрель 2008 года, вставка 4.4
Последние инициативы в рамках политики сокращения выбросов	Апрель 2008 года, вставка 4.5
Сложности разработки внутренней политики смягчения воздействия	Апрель 2008 года, вставка 4.6

