



## Цены на нефть и мировая экономика: неоднозначная связь

[Морис Обстфельд](#), [Жан Мария Милези-Феретти](#) и [Рабах Арезки](#)

24 марта 2016 года

*Цены на нефть остаются устойчиво низкими уже значительно больше полутора лет, но, как будет показано в апрельском выпуске «Перспектив развития мировой экономики» 2016 года, ожидавшийся многими [«импульс к развитию»](#) мировой экономики пока не стал реальностью. Мы доказываем, что, как ни парадоксально, выгоды от низких цен для мировой экономики, вероятно, проявятся только после того, как цены несколько восстановятся и страны с развитой экономикой добьются большего прогресса в преодолении сложившихся условий низких процентных ставок.*

За период с июня 2014 года цены на нефть снизились примерно на 65 процентов в долларах США (примерно на 70 долларов США) по мере постепенного замедления экономического роста в широком круге стран. Даже с учетом 20-процентного повышения курса доллара за этот период (в номинальном эффективном выражении) снижение цен на нефть в национальной валюте составило в среднем более 60 долларов США. Этот результат приводит в недоумение многих наблюдателей, в том числе и нас в Фонде, которые полагали, что снижение цен на нефть будет иметь [чистый положительный эффект](#) для мировой экономики, очевидно, ухудшая положение экспортеров, но более чем компенсируя это выгодами для импортеров. В основе этого мнения лежит ключевое допущение о конкретном различии в характеристиках сбережения между импортерами и экспортерами нефти: потребители в импортирующих нефть регионах, например, Европе, имеют большую предельную склонность к потреблению за счет доходов по сравнению с потребителями в странах – экспортерах нефти, таких как Саудовская Аравия.

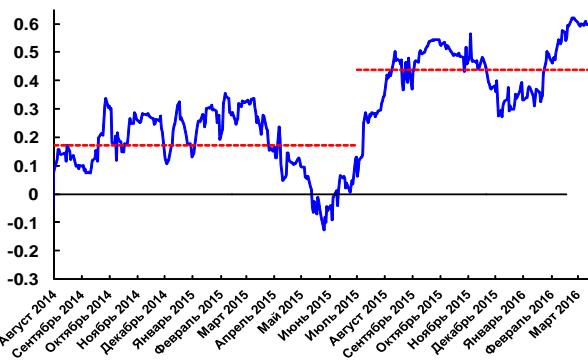
Мировые фондовые рынки явно не согласны с этой теорией. За последние шесть или более месяцев индексы фондовых рынков, как правило, проседали при снижении цен на нефть — отнюдь не то, что можно было бы ожидать, если бы более низкие цены на нефть были в целом благоприятны для мировой экономики. В действительности же с августа 2015 года простая корреляция между курсами акций и ценами на нефть не просто является положительной (рис. 1), а удвоилась

Рисунок 1

Акции и нефть: движение шаг в шаг

За последние шесть месяцев наблюдается разительная положительная корреляция между шоками и ценами.

(Фондовый рынок и цены на нефть, 60-дневные скользящие периоды корреляции дневных доходов<sup>1</sup>)



Источник: Datastream.

<sup>1</sup> Корреляция между ценой на нефть WTI и доходностью по MSCI США.

Примечание. Горизонтальные красные линии указывают среднее соотношение за соответствующие периоды.

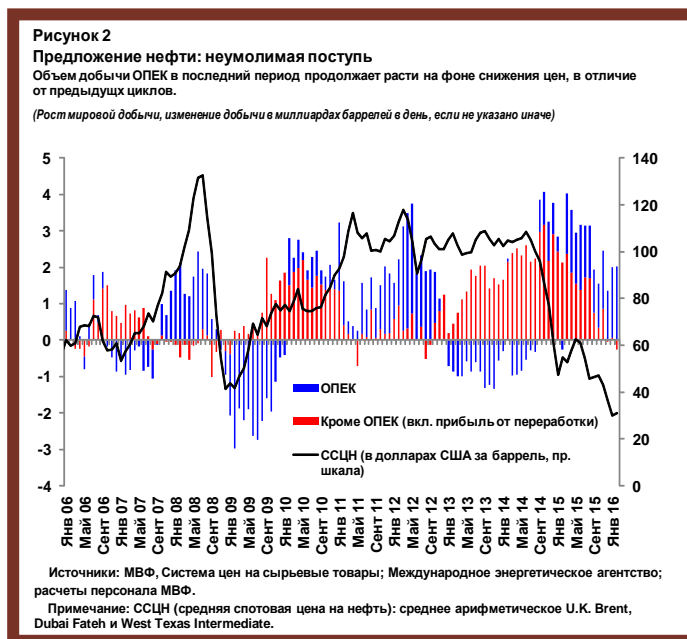
относительно предыдущего периода, отсчитываемого с августа 2014 года (хотя величина этого прироста не является беспрецедентной).

Прошлые случаи резких изменений цен на нефть обычно порождали заметные контрциклические эффекты, например замедление мирового роста после значительных [повышений](#) цен. Будет ли в этот раз по-другому? Связь между ценами на нефть и ростом зависит от нескольких факторов, но мы попытаемся показать, что нынешний эпизод существенно отличается от предыдущих тем, что во многих странах с развитой экономикой номинальные процентные ставки равны нулю или близки к нулевым.

### Спрос и предложение

Одна очевидная проблема для прогнозирования воздействия изменений цен на нефть состоит в том, что снижение мировых цен может быть следствием либо увеличения мирового предложения, либо снижения мирового спроса. Однако в последнем случае следовало бы ожидать точно такой же динамики, как в последние кварталы, — снижение цен сопровождается замедлением мирового роста, причем более низкие цены на нефть смягчают, но, скорее всего, не устраняют замедление роста.

Одним из факторов, несомненно, является снижение спроса, но имеющиеся данные свидетельствуют о том, что рост предложения имеет как минимум не меньшее значение. В более общем плане, предложение нефти остается высоким вследствие рекордных уровней добычи в членах Организации стран – экспортеров нефти (ОПЕК), включая теперь и экспорт из Ирана, а также из некоторых стран, не входящих в ОПЕК. Помимо этого, предложение сланцевой нефти США первоначально оказалось на удивление стойким, несмотря на снижение цен. Рисунок 2 показывает, что, в отличие от некоторых предыдущих циклов, добыча ОПЕК продолжала расти в последнее время на фоне снижения цен.



Кроме того, даже в США, чистом импортере нефти, где спрос остается довольно высоким, дешевая нефть, видимо, не придала существенного импульса экономическому росту. Эконометрические и [другие исследования](#) свидетельствуют о том, что лишь часть снижения цен на нефть за последний период (примерно от [половины](#) до [трети](#)) объясняется сокращением спроса, а остальная часть вызвана ростом предложения.

Тогда остается загадкой: где в мировой экономике проявляются положительные эффекты от снижения цен на нефть?

Чтобы ответить на этот вопрос, в готовящемся апрельском выпуске «*Перспектив развития мировой экономики*» 2016 года приводится сопоставление роста внутреннего спроса в импортерах и экспортерах нефти в 2015 году с нашими ожиданиями в апреле 2015 года, после первого значительного снижения цен на нефть. Львиная доля пересмотра показателей мирового спроса в сторону снижения приходится на экспортеров нефти, несмотря на их относительно небольшую долю в мировом ВВП (около 12 процентов). Однако внутренний спрос в импортерах нефти также оказался не выше, чем мы прогнозировали, при том что цены на нефть снизились больше, чем ожидалось.

Чтобы понять, почему положительное воздействие на расходы неразличимо «невооруженным глазом», необходимо пристальнее взглянуть на структуру спроса в странах – экспортерах и импортерах нефти.

### **Внутренний спрос в экспортерах нефти**

В 2015 году внутренний спрос в экспортерах нефти действительно был намного ниже, чем мы прогнозировали годом ранее. Это неожиданное снижение было вызвано сокращением потребления и особенно спадом инвестиций. Богатые страны-экспортеры могут задействовать свои резервы или [суверенные фонды благосостояния](#), и большинство из них так и поступили, но при этом они также резко сокращают государственные расходы. Более бедные страны, разумеется, обладают намного меньшим потенциалом заимствования и подвержены риску кризиса в случае чрезмерно высоких уровней внешнего долга. У большинства из них резко сократился профицит — или возрос дефицит — счета текущих операций, а также повысились спреды по суверенному долгу. В этих странах внутренние расходы могут резко сократиться [нелинейным](#) образом — иногда из-за последствий значительного снижения валютного курса, повышающего стоимость импортных товаров. Государственные инвестиции снижаются особенно быстро — большинство капитальных товаров импортируются, и когда требуется провести фискальную корректировку, капитальные расходы, как правило, урезаются в первую очередь. И разумеется, в ряде экспортеров нефти экономическую активность сдерживают также факторы, не связанные с ценами на нефть, — от внутренних конфликтов в Ираке, Ливии и Йемене до санкций в России.

Конечно, низкие цены на нефть делают операции по разведке и добыче в частном секторе менее прибыльными, что также приводит к снижению капитальных расходов в этом секторе. По данным Rystad Energy, сокращение мировых капитальных расходов в нефтегазовом секторе с 2014 по 2015 год составило примерно 215 млрд долларов США — около 1,2 процента мирового накопления основного капитала (или немногим менее 0,3 процента мирового ВВП). Даже некоторые импортеры нефти понесли большой ущерб, в частности США, на которые приходится значительная часть мирового снижения инвестиций в энергетическом секторе.

## Внутренний спрос в странах-импортерах нефти

Импортирующие нефть страны с развитой экономикой действительно испытывают некоторое положительное воздействие на потребление (например, в зоне евро), но несколько меньшее, чем ожидалось. При этом рост инвестиций не оправдывает ожиданий — также вследствие упомянутого выше неожиданно сильного сокращения энергетических инвестиций в США. Условия для импортирующих нефть стран с формирующимся рынком и развивающихся стран широко различаются. Эти страны, как правило, характеризуются более ограниченным переносом изменений международных цен на топливо на внутренние цены по сравнению со странами с развитой экономикой; некоторые из них снизили топливные субсидии. Надо признать, что улучшение состояния государственных финансов должно со временем привести к снижению налогов или повышению расходов, но этот процесс требует времени и подвержен различным факторам «трения» и утечки. В целом, рост внутреннего спроса в этих странах-импортерах нефти в основном соответствовал ожиданиям, несмотря на сложные макроэкономические условия в некоторых странах, являющихся экспортерами других биржевых товаров.

## Неожиданные макроэкономические процессы при нулевых процентных ставках

Имеется еще один фактор, который может препятствовать повышению спроса в странах – импортерах нефти.

В отличие от предыдущих ценовых циклов, снижение цен на нефть в этот раз совпадает с периодом медленного экономического роста — настолько медленного, что основные центральные банки практически не имеют возможности далее снижать свои директивные процентные ставки, чтобы поддерживать экономический рост и противодействовать дефляционному давлению.

Почему это имеет значение? В 1970-е и 1980-е годы в большом числе экономических публикаций, обзор которых составили [Майкл Бруно и Джеффри Сакс](#) более трех десятилетий назад, было показано, как обусловленное предложением нефти повышение цен приводило к стагфляции (сочетанию повышения инфляции и замедления роста). Стагфляция является прямым результатом увеличения издержек производителей, использующих энергоресурсы, что заставляет их сокращать объем производства, увольнять работников и повышать цены для покрытия возросших издержек.

Хотя нефть теперь является менее важным производственным ресурсом, чем три десятилетия назад, при снижении цен на нефть должны иметь место обратные тенденции: сокращение производственных затрат, наем дополнительного персонала и снижение инфляции. Однако проблема возникает, когда центральные банки не могут снижать процентные ставки. Поскольку директивным ставкам уже некуда снижаться, снижение инфляции вследствие сокращения производственных издержек *повышает* реальную процентную ставку, ограничивая спрос и, вполне возможно, подавляя любые

повышения объема производства и занятости. В действительности оба эти агрегата могут *снизиться*. Нечто подобное, возможно, происходит сейчас в некоторых странах. Рисунок 3 позволяет сделать вывод о понижающем воздействии низких ожидаемых цен на нефть на ожидания инфляции: он показывает тесную прямую связь между ценами нефтяных фьючерсных контрактов в США и рыночным показателем долгосрочных инфляционных ожиданий.

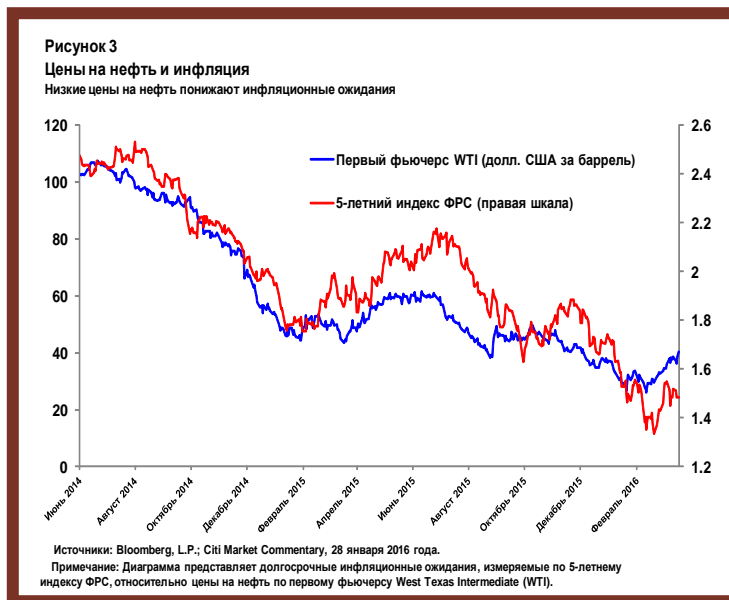
Близость ставок к нулевому пределу также может подразумевать

«нелогичную» реакцию на повышение цен на нефть. Когда центральные банки стремятся сдерживать дефляционное давление, они едва ли станут активно повышать директивные процентные ставки в ответ на некоторое повышение инфляции. В результате повышения цен на нефть могут, напротив, способствовать росту за счет снижения реальных процентных ставок.

Разумеется, было бы ошибкой заключить из этого, что центральные банки могут добиться большей выгоды от нынешних низких цен на нефть, повысив свои директивные процентные ставки. Напротив, при прочих равных условиях такая мера повредила бы экономическому росту за счет повышения реальных процентных ставок. Мы просто утверждаем, что когда макроэкономические условия в стране-импортере оправдывают очень низкий уровень процентной ставки центрального банка, снижение цен на нефть может привести к такому изменению реальной процентной ставки, которое противоречило бы положительному эффекту дохода.

### Дальнейшие действия

Устойчиво низкие цены на нефть усложняют проведение денежно-кредитной политики, рискуя вызвать новые всплески незафиксированных инфляционных ожиданий. Более того, текущий эпизод исторически низких цен на нефть может породить различные сбои в экономике, включая дефолт по корпоративному и государственному долгу, которые могут оказывать обратное влияние на и без того неустойчивые финансовые рынки. Возможность такой негативной обратной связи делает особенно насущной задачу поддержки спроса мировым сообществом, наряду с различными реформами структурной организации и финансового сектора, учитывающими условия конкретных стран.



\*\*\*\*\*



**Рабах Арезки** является начальником Отдела биржевых товаров Исследовательского департамента МВФ. Он является автором работ по вопросам биржевых товаров, международной макроэкономики и экономической теории развития. Он участвовал в ряде миссий МВФ в странах Африки, Ближнего Востока и Центральной Азии. Он также является нештатным старшим научным сотрудником в Брукингском институте и Оксфордском университете. Он является автором большого числа публикаций в научных и других журналах и соредактором нескольких книг. Он получил диплом магистра в Национальной школе статистики и экономического управления в Париже, Франция, и имеет степень доктора экономических наук от Института Европейского университета во Флоренции, Италия.



**Жан Мария Милези-Феретти** является заместителем директора Исследовательского департамента МВФ. Он отвечает за руководство работой Департамента по надзору на многосторонней основе, включая подготовку публикаций «Перспективы развития мировой экономики» и «Доклад о вторичных эффектах». Ранее он был заместителем директора Департамента стран Западного полушария и руководителем миссии МВФ в Соединенные Штаты. Он получил базовое высшее образование по экономике в римском Университете La Sapienza в 1985 году и докторскую степень в Гарвардском университете в 1991 году. После этого он стал сотрудником Лондонской школы экономики, а в 1993 перешел в МВФ. Он является автором большого числа публикаций в рецензируемых журналах в областях международных потоков капитала, международной финансовой интеграции, устойчивости счета текущих операций, мер контроля за операциями с капиталом, налогообложения и роста и политической экономии. Его работа “The External Wealth of Nations Mark II” («Внешнее богатство народов, часть II») (совместно с Филиппом Лейном) недавно была удостоена премии Бхагвати как лучшая публикация в журнале “Journal of International Economics” за 2007–2008 годы. С 1996 года он является научным сотрудником Лондонского центра исследований экономической политики (CEPR).



**Морис Обстфельд**, находящийся в отпуске из Калифорнийского университета в Беркли, является экономическим советником и директором Исследовательского департамента Международного Валютного Фонда. В Беркли он является профессором экономики на кафедре Выпуска 1958 года и бывшим заведующим отделением экономики (1998–2001 годы). До прихода в Беркли в качестве профессора в 1991 году он занимал постоянную должность в Колумбийском университете (1979–1986 годы) и в Университете Пенсильвании (1986–1989 годы), а также являлся приглашенным научным сотрудником в Гарварде (1989–1990 годы). Он получил докторскую степень по экономике в МИТ в 1979 году после учебы в Университете Пенсильвании (степень бакалавра, 1973 год) и в Королевском колледже Кембриджского университета (степень магистра, 1975 год). С июля 2014 года по август 2015 года д-р Обстфельд являлся членом Совета экономических консультантов при президенте Обаме. Ранее (в 2002-2014 годах) он был почетным советником Института монетарных и экономических исследований при Банке Японии. Он является членом Эконометрического общества и Американской академии гуманитарных и естественных наук. Награды д-ра Обстфельда включают премию им. Тьяллинга Купманса Тилбургского университета, премию им. Джона фон Неймана Колледжа перспективных исследований им. Ласло Райка (Будапешт) и приз им. Бернхарда Хармса Кильского института. Он выступил с рядом авторитетных лекций, включая ежегодную лекцию им. Ричарда Т. Эли в Американской экономической ассоциации, мемориальную лекцию им. Л.К. Джха в Резервном банке Индии и

мемориальную лекцию им. Франка Грэма в Принстоне. Доктор Обстфельд входил в состав Исполнительного комитета и занимал пост заместителя председателя Американской экономической ассоциации. Он консультировал и преподавал в МВФ и многочисленных центральных банках по всему миру.

Он также является соавтором двух ведущих учебников по международной экономике, International Economics («Международная экономика») (10-е издание, 2014 г., соавторы Пол Кругман и Марк Мелиц) и Foundations of International Macroeconomics («Основы международной макроэкономики») (1996 г., соавтор Кеннет Рогофф) и автором более чем 100 научных статей, посвященных обменным курсам, международным финансовым кризисам, мировым рынкам капитала и денежно-кредитной политике.