

**ПЕРСПЕКТИВЫ РАЗВИТИЯ МИРОВОЙ ЭКОНОМИКИ**  
**Апрель 2011**

**Противоречия двух темпов подъема**  
**Безработица, биржевые товары и потоки капитала**



©2011 International Monetary Fund  
Перевод на русский язык ©2011 Международный Валютный Фонд

*Издание на английском языке*  
Подготовка к печати: Секция графических работ МВФ  
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.

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

HC10.W80

ISBN 978-1-61635-100-7

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](mailto:publications@imf.org)  
[www.imfbookstore.org](http://www.imfbookstore.org)



Напечатано на бумаге из вторичного сырья

# СОДЕРЖАНИЕ

<b>Допущения и условные обозначения</b>	<b>ix</b>
<b>Предисловие</b>	<b>xi</b>
<b>Введение</b>	<b>xiii</b>
<b>Аналитическое резюме</b>	<b>xv</b>
<b>Глава 1. Мировые перспективы и меры политики</b>	<b>1</b>
Подъем стал более прочным, но безработица остается высокой	1
Финансовые условия улучшаются	1
Цены на биржевые товары вновь растут	5
Ожидается закрепление подъема	7
Риски уменьшились, но все еще смещены в сторону снижения темпов роста	11
Различия в уровнях экономической активности ставят ряд задач перед экономической политикой в краткосрочной перспективе	15
Странам с развитой экономикой необходимо оздоровить балансы государства и финансового сектора	16
Странам с формирующимся рынком необходимо остерегаться перегрева и кредитных бумов	20
Отсутствует прогресс в перебалансировании мирового спроса	25
Необходимо снизить безработицу	28
Меры политики еще недостаточно активны	28
Приложение 1.1. Индексы финансовых условий	30
Приложение 1.2. Изменения и перспективы рынка биржевых товаров	32
Литература	59
<b>Глава 2. Перспективы стран и регионов</b>	<b>61</b>
В Соединенных Штатах продолжается экономический подъем	62
В Европе происходит постепенный и неравномерный экономический подъем	67
В странах Содружества Независимых Государств продолжается умеренный экономический подъем	72
В странах Азии продолжается быстрый рост	75
Страны Латинской Америки сталкиваются с динамичными внешними условиями	80
Во многих странах Африки темпы экономического роста вернулись к докризисному уровню	84
Экономический подъем в регионе Ближнего Востока и Северной Африки происходит в неопределенных условиях	87
Литература	93
<b>Глава 3. Дефицит нефти, рост и глобальные дисбалансы</b>	<b>95</b>
Каковы основные результаты анализа?	96
Стала ли нефть дефицитным ресурсом?	97
Дефицит нефти и мировая экономика	108
Последствия для перспектив развития экономики и мер политики	117
Приложение 3.1. Фильтрация событий с низкой частотой с целью выделения тенденций циклов деловой активности	119
Приложение 3.2. Эмпирические модели для энергоресурсов и нефти	119
Литература	130

<b>Глава 4. Международные потоки капитала — надежные или непостоянные?</b>	<b>133</b>
Каковы основные выводы?	137
Тенденции в чистых потоках капитала — размеры, состав, изменчивость и стойкость	139
Потоки капитала и условия в мире	144
Сказываются ли прямые финансовые позиции на том, как потоки частного капитала реагируют на изменения в денежно-кредитной политике США?	148
Следствия для политики и выводы	158
Приложение 4.1. Классификация стран и источники данных	159
Приложение 4.2. Состав, изменчивость и стойкость чистых потоков частного капитала по регионам стран с формирующимся рынком	163
Приложение 4.3. Модель глобальных факторов	164
Приложение 4.4. Методология регрессионного анализа и проверки на устойчивость	166
Литература	173
<b>Дополнение. Обсуждение перспектив на заседании Исполнительного совета МВФ, март 2011 года</b>	<b>175</b>
<b>Статистическое приложение</b>	<b>177</b>
Исходные предположения	177
Новое	178
Данные и правила	178
Классификация стран	179
Общие характеристики и структура групп стран в классификации издания «Перспективы развития мировой экономики»	180
Таблица А. Классификация по страновым группам издания «Перспективы развития мировой экономики» и их долям в агрегированном ВВП, экспорте товаров и услуги численности населения, 2010 год	181
Таблица В. Страны с развитой экономикой по подгруппам	182
Таблица С. Европейский союз	182
Таблица D. Страны с формирующимся рынком и развивающиеся страны по регионам и основным источникам экспортных доходов	183
Таблица E. Страны с формирующимся рынком и развивающиеся страны по регионам, чистой внешней позиции и отношению к группе бедных стран с высоким уровнем задолженности	184
Вставка А1. Исходные предположения относительно экономической политики, лежащие в основе прогнозов по отдельным странам	186
Перечень таблиц	191
Объем производства (таблицы А1–А4)	193
Инфляция (таблицы А5–А7)	201
Финансовая политика (таблица А8)	207
Внешняя торговля (таблица А9)	208
Текущие операции (таблица А10–А12)	210
Платежный баланс и внешнее финансирование (таблица А13–А15)	216
Движение средств (таблица А16)	220
Среднесрочный базисный сценарий (таблица А17)	224
<b>«Перспективы развития мировой экономики», отдельные темы</b>	<b>225</b>
<b>Вставки</b>	
Вставка 1.1. Обвалы цен на жилье в странах с развитой экономикой: последствия для глобальных финансовых рынков	46

Вставка 1.2. Менее благоприятные сценарии «Перспектив развития мировой экономики»	50
Вставка 1.3. Международные вторичные эффекты и разработка макроэкономической политики	53
Вставка 1.4. Привело ли Соглашение «Плаза» к потерянному десятилетиям Японии?	56
Вставка 2.1. Устранение дисбалансов во внешнеэкономическом секторе стран на периферии Европейского союза	91
Вставка 3.1. Ограничения жизненного цикла на мировую добычу нефти	122
Вставка 3.2. Природный газ из нетрадиционных источников. Изменит ли он правила игры?	125
Вставка 3.3. Краткосрочное воздействие нефтяных шоков на экономическую активность	128

## Таблицы

Таблица 1.1. Общий обзор прогнозов «Перспектив развития мировой экономики»	2
Таблица 1.2. Мировой спрос на нефть и мировое производство нефти в разбивке по регионам	37
Таблица 1.3. Потребление базовых металлов	39
Таблица 1.4. Годовые изменения цен на основные биржевые товары	45
Таблица 1.5. Воздействие повышения цен на торговый баланс	45
Таблица 1.1.1. Синхронизация финансовых рынков различных стран	48
Таблица 2.1. Отдельные страны с развитой экономикой: реальный ВВП, потребительские цены, сальдо счета текущих операций и безработица	65
Таблица 2.2. Отдельные страны Европы: реальный ВВП, потребительские цены, сальдо счета текущих операций и безработица	69
Таблица 2.3. Содружество Независимых Государств: реальный ВВП, потребительские цены, сальдо счета текущих операций и безработица	75
Таблица 2.4. Отдельные страны Азии: реальный ВВП, потребительские цены, сальдо счета текущих операций и безработица	77
Таблица 2.5. Отдельные страны Западного полушария: реальный ВВП, потребительские цены, сальдо счета текущих операций и безработица	82
Таблица 2.6. Отдельные страны Африки к югу от Сахары: реальный ВВП, потребительские цены, сальдо счета текущих операций и безработица	86
Таблица 2.7. Отдельные страны Ближнего Востока и Северной Африки: реальный ВВП, потребительские цены, сальдо счета текущих операций и безработица	89
Таблица 3.1. Эластичность спроса на нефть по ценам и доходам	103
Таблица 3.2. Эластичность спроса на нефть по ценам и доходам, включая страны-экспортеры нефти	120
Таблица 3.3. Эластичность спроса на нефть по ценам и доходам в расширенной выборке	121
Таблица 3.4. Краткосрочная эластичность спроса на нефть по ценам и доходам в условиях высоких и низких цен на нефть	121
Таблица 3.2.1. Природный газ из нетрадиционных источников, 2009 год	125
Таблица 3.2.2. Структура оптовых операций с газом в США и Европе, 2007 год	127
Таблица 3.3.1. Процентное воздействие 10-процентного повышения цены на нефть на темпы роста реального ВВП США год спустя в годовом исчислении	129
Таблица 4.1. Группы стран	160
Таблица 4.2. Источники данных	161
Таблица 4.3. Результаты для базисного сценария	168
Таблица 4.4. Вес по прямым финансовым позициям относительно США	169
Таблица А1. Сводные данные о мировом объеме производства	193
Таблица А2. Страны с развитой экономикой: реальный ВВП и совокупный внутренний спрос	194
Таблица А3. Страны с развитой экономикой: компоненты реального ВВП	195
Таблица А4. Страны с формирующимся рынком и развивающиеся страны: реальный ВВП	197
Таблица А5. Сводные данные по инфляции	201

Таблица А6. Страны с развитой экономикой: потребительские цены	202
Таблица А7. Страны с формирующимся рынком и развивающиеся страны: потребительские цены	203
Таблица А8. Основные страны с развитой экономикой: сальдо бюджета и долг сектора государственного управления	207
Таблица А9. Сводные данные по объемам и ценам мировой торговли	208
Таблица А10. Сводные данные о сальдо по счетам текущих операций	210
Таблица А11. Страны с развитой экономикой: сальдо счета текущих операций	211
Таблица А12. Страны с формирующимся рынком и развивающиеся страны: сальдо счета текущих операций	212
Таблица А13. Страны с формирующимся рынком и развивающиеся страны: чистые финансовые потоки	216
Таблица А14. Страны с формирующимся рынком и развивающиеся страны: частные финансовые потоки	217
Таблица А15. Страны с формирующимся рынком и развивающиеся страны: резервы	218
Таблица А16. Сводные данные об источниках и использовании мировых сбережений	220
Таблица А17. Краткий обзор среднесрочного базисного сценария развития мировой экономики	224

## Рисунки

Рисунок 1.1. Показатели мировой экономики	3
Рисунок 1.2. Последние изменения на финансовых рынках	4
Рисунок 1.3. Условия в странах с формирующимся рынком	5
Рисунок 1.4. Изменения на развитых кредитных рынках	6
Рисунок 1.5. Текущие и перспективные индикаторы	7
Рисунок 1.6. Перспективы развития мировой экономики	8
Рисунок 1.7. Текущие и перспективные индикаторы	9
Рисунок 1.8. Перспективы экономической активности в ближайший период	10
Рисунок 1.9. Балансы и нормы сбережения	11
Рисунок 1.10. Мировая инфляция	12
Рисунок 1.11. Индикаторы денежно-кредитной политики и ликвидности в некоторых странах с развитой экономикой	13
Рисунок 1.12. Сальдо бюджета сектора государственного управления и государственный долг	14
Рисунок 1.13. Риски для перспектив развития мировой экономики	15
Рисунок 1.14. Возникающая напряженность	20
Рисунок 1.15. Индикаторы перегрева и потоки капитала	21
Рисунок 1.16. Страны с формирующимся рынком, в которых быстро растет объем кредитования	22
Рисунок 1.17. Глобальные дисбалансы	25
Рисунок 1.18. Изменения во внешнеэкономическом секторе	26
Рисунок 1.19. Безработица	29
Рисунок 1.20. Индекс финансовых условий	31
Рисунок 1.21. Цены на биржевые товары	34
Рисунок 1.22. Изменения на мировых рынках энергоносителей	36
Рисунок 1.23. Изменения на рынках базовых металлов	40
Рисунок 1.24. Последние изменения на рынках основных продовольственных культур	41
Рисунок 1.25. Изменения международных и внутренних цен на продукты питания и общий уровень инфляции	43
Рисунок 1.26. Воздействие первого порядка изменений цен на биржевые товары на торговые балансы отдельных стран с формирующимся рынком и развивающихся стран	44
Рисунок 1.1.1 Финансовые нарушения	46

Рисунок 1.1.2. Воздействие обвалов цен на жилье на страны с развитой экономикой	47
Рисунок 1.2.1. Первый менее благоприятный сценарий ПРМЭ: последствия завышения потенциального производства	51
Рисунок 1.2.2. Второй менее благоприятный сценарий ПРМЭ: последствия завышения потенциального производства при стойкой инфляции	52
Рисунок 1.3.1. Оптимизированный коэффициент валютного курса и относительные потери как функция реакции на разрыв между фактическим и потенциальным объемом производства в данной стране	54
Рисунок 1.4.1. Отдельные макроэкономические показатели Японии	57
Рисунок 1.4.2. Балансы и состав экспорта Японии и Китая	58
Рисунок 2.1. Средние глобальные прогнозируемые темпы роста реального ВВП в 2011–2012 годах	61
Рисунок 2.2. Разрыв между фактическим и потенциальным объемом производства	62
Рисунок 2.3. США и Канада: средние прогнозируемые темпы роста реального ВВП в 2011–2012 годах	63
Рисунок 2.4. США: рост темпа	64
Рисунок 2.5. Европа: средние прогнозируемые темпы роста реального ВВП в 2011–2012 годах	67
Рисунок 2.6. Европа: постепенный и неравномерный экономический подъем продолжается	68
Рисунок 2.7. Содружество Независимых Государств: средние прогнозируемые темпы роста реального ВВП в 2011–2012 годах	73
Рисунок 2.8. Содружество Независимых Государств: происходит умеренный экономический подъем	74
Рисунок 2.9. Азия: средние прогнозируемые темпы роста реального ВВП в 2011–2012 годах	76
Рисунок 2.10. Азия: лидирующее положение сохраняется	78
Рисунок 2.11. Латинская Америка и Карибский бассейн: средние прогнозируемые темпы роста реального ВВП в 2011–2012 годах	81
Рисунок 2.12. Латинская Америка и Карибский бассейн: Икар или Дедал?	83
Рисунок 2.13. Африка к югу от Сахары: средние прогнозируемые темпы роста реального ВВП в 2011–2012 годах	84
Рисунок 2.14. Африка к югу от Сахары: возвращение к докризисным темпам роста	85
Рисунок 2.15. Ближний Восток и Северная Африка: средние прогнозируемые темпы роста реального ВВП в 2011–2012 годах	88
Рисунок 2.16. Ближний Восток и Северная Африка: экономический подъем продолжается в неопределенных условиях	90
Рисунок 2.1.1. Экономическая активность и внешнеэкономическая корректировка на периферии ЕС	91
Рисунок 2.1.2. Внешнеэкономическая корректировка на периферии ЕС	92
Рисунок 3.1. Цены на энергоресурсы и долгосрочные тренды	98
Рисунок 3.2. Мировой спрос на энергоресурсы, 1980–2008 годы	99
Рисунок 3.3. Взаимосвязь между потреблением энергии и ростом ВВП на душу населения	100
Рисунок 3.4. Потребление первичной энергии	101
Рисунок 3.5. Потребление нефти в Китае и в отдельных развитых странах	102
Рисунок 3.6. Крупный скачок. Доля нефти и сектор электроэнергетики	104
Рисунок 3.7. Тенденции мирового рынка нефти	105
Рисунок 3.8. Прогнозируемый рост мощностей по добыче нефти	107
Рисунок 3.9. Дефицит нефти и мировая экономика. Базисный сценарий	110
Рисунок 3.10. Альтернативный сценарий 1. Более значительное замещение нефти	112
Рисунок 3.11. Альтернативный сценарий 2. Более значительное сокращение добычи нефти	114
Рисунок 3.12. Альтернативный сценарий 3. Более значительная экономическая роль нефти	116
Рисунок 3.1.1. Жизненный цикл мировой добычи нефти	122
Рисунок 3.2.1. Предложение природного газа в США, 1998–2009 годы	126

Рисунок 3.2.2. Цены на природный газ и спотовые цены на нефть в США	127
Рисунок 4.1. Обвал и восстановление международных потоков капитала	134
Рисунок 4.2. Эволюция валовых и чистых потоков капитала	135
Рисунок 4.3. Восстановление чистых частных потоков капитала	136
Рисунок 4.4. Восстановление чистых потоков капитала и их состав	139
Рисунок 4.5. Размеры и состав чистых частных потоков капитала в периоды волн крупных потоков капитала в страны с формирующимся рынком	140
Рисунок 4.6. Региональная вариация чистых частных потоков капитала в страны с формирующимся рынком	141
Рисунок 4.7. Относительная значимость различных видов потоков	142
Рисунок 4.8. Прошлые тенденции. Уменьшение доли потоков, ведущих к образованию долга	143
Рисунок 4.9. Изменчивость чистых частных потоков капитала	144
Рисунок 4.10. Корреляции между чистыми потоками различных видов и остальным финансовым счетом	145
Рисунок 4.11. Стойкость чистых частных потоков капитала	146
Рисунок 4.12. Прошлые периоды либеральных условий внешнего финансирования и значительных различий в темпах роста между странами с формирующимся рынком и странами с развитой экономикой	147
Рисунок 4.13. Чистые частные потоки капитала в периоды либеральных условий внешнего финансирования и значительных различий в темпах роста между странами с формирующимся рынком и странами с развитой экономикой	148
Рисунок 4.14. Чистые частные потоки в страны с формирующимся рынком при различных условиях финансирования	149
Рисунок 4.15. Общие факторы, лежащие в основе вариации в чистых частных потоках капитала в страны с развитой экономикой и страны с формирующимся рынком	150
Рисунок 4.16. Различия между странами в реакции чистых частных потоков капитала на ужесточение денежно-кредитной политики США	152
Рисунок 4.17. Различия в реакции чистых частных потоков капитала в страны с формирующимся рынком на ужесточение денежно-кредитной политики США в разбивке по выборочным экономическим характеристикам	155
Рисунок 4.18. Различия в реакции чистых частных потоков капитала в страны с формирующимся рынком на ужесточение денежно-кредитной политики США по видам потоков	157
Рисунок 4.19. Различия в реакции чистых частных потоков капитала в страны с формирующимся рынком на ужесточение денежно-кредитной политики США при различных глобальных экономических условиях	158
Рисунок 4.20. Относительная значимость различных видов потоков по регионам стран с формирующимся рынком	163
Рисунок 4.21. Изменчивость чистых частных потоков капитала по регионам стран с формирующимся рынком	164
Рисунок 4.22. Стойкость чистых частных потоков капитала между регионами стран с формирующимся рынком	165
Рисунок 4.23. Фактические и непредвиденные изменения в денежно-кредитной политике США с течением времени	171
Рисунок 4.24. Проверки на устойчивость различий в реакции чистых частных потоков капитала в страны с формирующимся рынком, имеющие прямую финансовую позицию относительно США	172



## 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 8 февраля по 8 марта 2011 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 107,16 доллара США за баррель в 2011 году и 108,00 доллара США за баррель в 2012 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 0,6 процента в 2011 году и 0,9 процента в 2012 году; что трехмесячная ставка по депозитам в евро составит в среднем 1,7 процента в 2011 году и 2,6 процента в 2012 году; и что шестимесячная ставка по депозитам в японских йенах будет равна в среднем 0,6 процента в 2011 году и 0,3 процента в 2012 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 на конец марта 2011 года.

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

- ... данные отсутствуют или неприменимы;
- ставится между годами или месяцами (например, 2010–2011 годы или январь–июнь) для обозначения охваченных лет или месяцев, включая год или месяц начала и окончания;
- / ставится между годами или месяцами (например, 2010/2011 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 0,25 процентного пункта).

Агрегированные данные ПРМЭ не включают Ливию за годы прогноза ввиду неопределенной политической ситуации.

Прогнозы по Кот-д'Ивуару не показаны, за исключением роста ВВП и инфляции, ввиду неопределенной политической ситуации.

В рисунках и таблицах заштрихованные области указывают прогнозы персонала МВФ.

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.

Составные бюджетные данные по группам стран рассчитываются как сумма значений в долларах США по отдельным странам. Этот метод отличается от расчетов в октябрьском выпуске «Перспектив развития мировой экономики» 2010 года и предыдущих выпусках, для которых составные показатели взвешивались по паритету покупательной способности (ППС) как доля совокупного мирового ВВП.

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 на сайте МВФ в Интернете по адресу: [www.imf.org](http://www.imf.org). На сайте к нему прилагается более широкий набор данных из базы данных ПРМЭ, чем тот, который содержится в самом докладе, включая файлы, содержащие ряды данных, наиболее часто запрашиваемые читателями. Их можно загрузить для использования в различных пакетах программного обеспечения. Дополнительные таблицы В (на английском языке) Статистического приложения находятся на сайте МВФ: <http://www.imf.org/external/pubs/ft/weo/2011/01/pdf/tblpartb.pdf>.

Запросы относительно содержания «Перспектив развития мировой экономики» и базы данных ПРМЭ следует направлять по почте, электронной почте или факсимильной связи (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, D.C. 20431, U.S.A.  
[www.imf.org/weoforum](http://www.imf.org/weoforum) Факс: (202) 623–6343

## 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 старший советник Исследовательского департамента Йорг Декрессин и начальник отдела Исследовательского департамента Петя Коева Брукс. Основными участниками подготовки этого доклада были Абдул Абиад, Джон Блюдорн, Рупа Дуттагупта, Хайме Гуахардо, Юн Шик Кан, Майкл Кумхоф, Дирк Муир, Андреа Пескатори, Шон Роач, Джон Саймон, Петя Топалова и Томас Хелблинг. В проекте также участвовали Флоранс Жомотт, Мика Кортелайнен, Дэниел Ли, Трой Матесон, Стивен Снадден, Марко Терронес, Роберт Тетлоу, Джошуа Фелман и Бенджамин Хант. Кевин Клинтон внес комментарии и предложения. Помощь в исследовательской работе оказали То Куан, Гавин Асдорян, Стефани Денис, Анхела Эспириту, Мурад Омоев, Дэвид Райксфелд, Марина Руссе, Энди Салазар, Мин Ки Сон, Эржумен Тулун, Шан Чен, Несе Эрбил и Джесси Ян. Поддержку базы данных и компьютерных систем обеспечивали Саурабх Гупта, Махназ Хеммати, Лоран Местер, Эмори Оукс и Стив Чжан. За ввод и обработку текста отвечали Тита Гуннио, Шанти Карунаратне и Кристина Тумале. Линда Гриффин Кин из Департамента внешних связей редактировала рукопись и координировала подготовку публикации к печати. Дополнительную техническую поддержку предоставили внешние консультанты Владимир Бугай, Александр Герасимов, 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 28 марта 2011 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.



Экономический подъем в мире продолжается более или менее в соответствии с прогнозами. Действительно, наши прогнозы роста почти не изменились с январского выпуска *Бюллетеня ПРМЭ* 2010 года, и их суть можно выразить тремя цифрами: мы ожидаем, что мировая экономика будет расти годовыми темпами около 4½ процента как в 2011, так и в 2012 годах, но при этом в странах с развитой экономикой темпы роста составят лишь 2½ процента, а в странах с формирующимся рынком и развивающихся странах намного выше — 6½ процента.

Прежняя обеспокоенность (которую мы не разделяли) относительно возможной двойной рецессии не оправдалась. Основное опасение состояло в том, что рост в странах с развитой экономикой мог застопориться после первоначального оживления, вызванного циклом оборота запасов и бюджетными стимулами. Цикл оборота запасов теперь в основном завершен, а бюджетные стимулы перешли в бюджетную консолидацию, но эстафету в основном принял частный спрос.

Теперь опасения вызывают цены на биржевые товары. Эти цены выросли больше, чем ожидалось, вследствие сочетания значительного роста спроса и шоков предложения. Хотя этот прирост вызывает в воображении призрак стагфляции, подобной той, что имела место в 1970-х годах, он едва ли подорвет экономический подъем. В странах с развитой экономикой сокращающаяся доля использования нефти, прекращение индексации зарплаты и фиксация инфляционных ожиданий в совокупности позволяют предположить, что воздействие на рост и базовую инфляцию будет небольшим. В то же время, более сложные задачи стоят перед странами с формирующимся рынком и развивающимися странами, где продукты питания и топливо составляют более значительную долю потребления, а денежно-кредитная политика нередко пользуется меньшим доверием. Инфляция, вполне возможно, будет некоторое время оставаться более высокой, но, как видно из наших прогнозов, мы не ожидаем существенного негативного воздействия на рост. Вместе с тем, обеспокоенность вызывают риски для подъема, связанные с новыми переборами в предложении нефти.

Тем не менее, подъем все еще не сбалансирован.

В большинстве стран с развитой экономикой объем производства все еще намного ниже своего потенциала. Уровень безработицы высок, и низкие темпы экономического роста означают, что безработица будет оставаться высокой еще много лет. Причины медленного роста можно объяснить как докризисными эксцессами, так и ущербом, нанесенным кризисом: во многих странах, особенно в США, рынок жилья все еще переживает депрессию, чем обусловлены слабые жилищные инвестиции. Сам кризис привел к резкому ухудшению состояния бюджета; он вынудил перейти к бюджетной консолидации, не развеяв при этом опасений участников рынков относительно устойчивости бюджета. Кроме того, во многих странах банки с трудом справляются с задачей достижения более высоких коэффициентов капитала в условиях нарастающего объема необслуживаемых кредитов.

Особенно остро стоят проблемы в странах на периферии Европейского союза, вызванные сочетанием факторов низких темпов роста, бюджетных трудностей и финансового давления. Восстановление устойчивости бюджета и финансового сектора при низких или отрицательных темпах роста и высоких процентных ставках является весьма сложной задачей. И хотя проблемы в периферийных странах ЕС носят экстремальный характер, они указывают на более общую проблему: низкие базовые темпы роста потенциального объема производства. Очень трудно проводить корректировки в период очень низких темпов роста.

Рекомендации странам с развитой экономикой относительно экономической политики остаются в основном такими же, как в октябрьском выпуске «Перспектив развития мировой экономики» 2010 года, и пока были лишь отчасти приняты странами во внимание: обеспечить большую ясность относительно рисков в балансах банков и подготовить планы проведения рекапитализации в случае необходимости; осуществлять продуманную бюджетную консолидацию — не слишком быстро, поскольку это может подорвать рост, и не слишком медленно, так как это подорвет доверие; пересмотреть систему финансового регулирования и надзора и, особенно в Европе, уделять больше внимания реформам с целью повышения потенциальных темпов роста.

С другой стороны, в странах с формирующимся рынком кризис не нанес экономике долго не заживающих ран. Исходные бюджетные и финансовые позиции этих стран, как правило, были более прочными, а негативные эффекты кризиса менее выраженными. Высокие базовые темпы роста и низкие процентные ставки значительно облегчают проведение бюджетных корректировок. Объемы экспорта в основном восстановились, и то снижение внешнего спроса, которое они испытали, в большинстве случаев было компенсировано повышением внутреннего спроса. Оттоки капитала сменились притоками благодаря как улучшению перспектив роста, так и более высоким процентным ставкам по сравнению со странами с развитой экономикой.

Таким образом, перед большинством стран с формирующимся рынком стоит существенно иная задача, чем перед странами с развитой экономикой, а именно, найти способ избежать перегрева экономики в условиях сокращающегося разрыва между фактическим и потенциальным объемом производства и увеличения потоков капитала. Им следует действовать в двух направлениях: во-первых, использовать сочетание бюджетной консолидации и более высоких процентных ставок, чтобы поддерживать объем производства на его потенциальном уровне, и, во-вторых, применять макропруденциальные инструменты, включая, в случае необходимости, меры контроля за капиталом, чтобы избежать нарастания си-

стемных рисков, связанных с притоками. Страны нередко испытывают соблазн противодействовать укреплению своих валют, которое является вероятным следствием более высоких процентных ставок и увеличения притоков. Однако укрепление курса повышает реальные доходы и является частью желательной корректировки, и ему не следует препятствовать.

В целом задачи макроэкономической политики для мировой экономики остаются прежними, но поскольку уже прошло некоторое время, они становятся более неотложными. Для того чтобы подъем был устойчивым, страны с развитой экономикой должны осуществить бюджетную консолидацию. Для решения этой задачи и сохранения темпов роста им необходимо в большей степени ориентироваться на внешний спрос. Со своей стороны, страны с формирующимся рынком должны меньше полагаться на внешний спрос и больше на внутренний спрос. Важным условием такой глобальной корректировки является укрепление валют стран с формирующимся рынком относительно валют стран с развитой экономикой. Потребность в тщательной разработке политики на национальном уровне и координации на глобальном уровне сегодня, возможно, не менее настоятельна, чем в разгар кризиса два года назад.

Оливье Бланшар,  
*экономический советник*

Экономический подъем набирает силу, но безработица в странах с развитой экономикой остается высокой, а в странах с формирующимся рынком возникают новые макроэкономические риски. В странах с развитой экономикой происходит переориентация с государственного спроса на частный, что снижает опасения о том, что сокращающаяся поддержка в сфере налогово-бюджетной политики может привести к «двойной рецессии». Финансовые условия продолжают улучшаться, хотя и остаются необычно непрочными. Уровень спроса высок во многих странах с формирующимся рынком, и сдерживание перегрева экономики становится все более актуальной задачей политики. В развивающихся странах, в частности, в регионе Африки к югу от Сахары, также возобновился быстрый и устойчивый рост. Повышение цен на продовольствие и биржевые товары создает угрозу для малоимущего населения, усиливая социальную и экономическую напряженность, особенно на Ближнем Востоке и в Северной Африке. Рост цен на нефть с января 2011 года и имеющаяся информация о предложении, включая резервный потенциал, указывают на то, что перебои, происходившие до настоящего времени, окажут лишь небольшое воздействие на экономическую активность. Землетрясение в Японии вызвало тяжелые потери для населения. Его макроэкономические последствия, по прогнозу, будут ограниченными, хотя сохраняется высокая неопределенность. В целом, поскольку темпы подъема оказались выше, но темпы роста предложения нефти были ниже, чем ожидалось, прогнозы роста мирового реального ВВП в 2011–2012 годах существенно не изменились по сравнению с январским *Бюллетенем ПРМЭ* 2011 года, но риски снижения темпов роста возросли.

Прогнозируется, что темпы роста мирового ВВП составят около 4½ процента в 2011 и 2012 годах, немного снизившись по сравнению с 5 процентами в 2010 году. Ожидается, что реальный ВВП в странах с развитой экономикой и в странах с формирующимся рынком и развивающихся странах увеличится примерно на 2½ процента и 6½ процента, соответственно. Риски снижения темпов роста продолжают превалировать над рисками превышения ожидаемых темпов роста. В странах с развитой экономикой серьезную обеспокоенность продолжают вызывать слабые государственные балансы и все еще еле подающие признаки жизни рынки недвижимости, особенно в некоторых странах зоны евро; в финансовой

сфере также преобладают риски ухудшения ситуации вследствие высоких потребностей банков и государства в финансировании. Возникают новые риски снижения темпов роста ввиду повышения цен на биржевые товары, особенно нефть, и связанной с этим геополитической неопределенности, а также перегрева экономики и бума на рынках активов в странах с формирующимся рынком. В то же время, в краткосрочной перспективе возможно также непредвиденное повышение темпов роста, обусловленное устойчивыми балансами корпораций в странах с развитой экономикой и динамичным спросом в странах с формирующимся рынком и развивающихся странах.

Многие давние проблемы в области экономической политики не решаются, в то время как новые проблемы становятся все более существенными. В странах с развитой экономикой для укрепления подъема будет необходимо продолжать адаптивную денежно-кредитную политику, пока давление со стороны заработной платы остается пониженным, инфляционные ожидания прочно зафиксированы, а рынок банковского кредита характеризуется низкой активностью. В то же время, необходимо перевести сальдо бюджета на устойчивую среднесрочную траекторию путем реализации планов бюджетной консолидации и реформ законодательно утвержденных пособий в сочетании с усилением бюджетных правил и институциональных механизмов. Это особенно важно сделать в США, чтобы противодействовать риску дестабилизирующих мировую экономику изменений на рынках облигаций. При этом планы США в отношении политики на 2011 год были вновь переориентированы с консолидации на бюджетную экспансию. Следует приложить усилия для снижения дефицита, прогнозируемого на 2011 финансовый год. Меры по сокращению дискреционных расходов являются шагом в этом направлении. Однако чтобы существенно повлиять на прогнозируемый среднесрочный дефицит, очень важно принять более широкие меры, такие как реформы социального обеспечения и налоговой системы. В Японии первоочередной задачей в бюджетной сфере является поддержка реконструкции. После того как начнутся работы по реконструкции и будет получено более четкое представление о размере ущерба, следует заняться вопросами привязки расходов на реконструкцию к четкой бюджетной стратегии, направленной на снижение коэффициента государственного долга в среднесрочной перспективе. В зоне евро, несмотря на достигнутый значительный прогресс, рынки

все еще настороженно воспринимают перспективы стран, испытывающих давление рынка. Этим странам необходимо достаточное, недорогое и гибкое финансирование на уровне зоны евро для поддержки действенной бюджетной корректировки, реструктуризации банков и реформ с целью повышения конкурентоспособности и содействия росту. В более общем плане, необходимо добиться укрепления доверия к банкам зоны евро посредством далеко идущих стресс-тестов и программ реструктуризации и рекапитализации. Кроме того, еще далеко не завершено реформирование глобальной финансовой системы.

Многим странам с формирующимся рынком и некоторым развивающимся странам необходимо не допустить того, чтобы текущая ситуация, близкая к буму, в течение предстоящего года превратилась в перегрев экономики. Инфляционное давление, вероятно, будет далее усиливаться по мере того, как ограничения производственных мощностей начнут сдерживать рост производства, и значительное повышение цен на продукты питания и энергоносители, имеющие большой вес в потребительской корзине, будет вызывать требования повышения заработной платы. Реальные процентные ставки все еще остаются низкими, а налогово-бюджетная политика существенно более адаптивна, чем до кризиса. Характер надлежащих мер различается между странами, в зависимости от фазы экономического цикла и внешних условий. Вместе с тем, во многих странах с формирующимся рынком необходимо ужесточить макроэкономическую политику.

- Для стран с внешним профицитом, многие из которых проводят собственную валютную политику и не испытывают бюджетных проблем, прекращение адаптивной денежно-кредитной политики и укрепление обменного курса необходимы, чтобы поддерживать внутреннее равновесие, то есть сдерживать инфляционное давление и чрезмерный рост кредита, и содействовать перебалансированию глобального спроса.
- Многим странам с внешним дефицитом необходимо ужесточить налогово-бюджетную и денежно-кредитную политику, возможно, допуская некоторое завышение обменного курса в краткосрочной перспективе.
- Для некоторых стран, имеющих профицит и стран, имеющих дефицит, быстрый рост кредита и цен на активы служит предостережением об угрозе для финансовой стабильности. Директивным органам в этих странах необходимо в ближайшее время принять меры для сохранения стабильности и формирования более устойчивых финансовых систем.
- Многим странам с формирующимся рынком и развивающимся странам необходимо будет

предоставить адресную помощь малоимущему населению, которое испытывает трудности из-за высоких цен на продукты питания.

Потоки капитала в страны с формирующимся рынком на удивление быстро возобновились после кризиса. Однако с повышением ставок интервенции в странах с развитой экономикой с необычно низких текущих уровней волатильные потоки могут вновь уйти из стран с формирующимся рынком. В зависимости от обстоятельств конкретных стран и при условии проведения надлежащей макроэкономической и пруденциальной политики меры, призванные сдерживать притоки капитала, могут играть определенную роль в смягчении последствий их чрезмерной изменчивости для реального сектора экономики. Тем не менее, такие меры не могут заменить ужесточение макроэкономической политики.

Достижение более существенных результатов в перебалансировании мирового спроса является неперемennым условием для того, чтобы поставить экономический подъем на более прочную основу в среднесрочной перспективе. Это потребует действий многих стран, в частности, бюджетной корректировки в основных странах, имеющих внешний дефицит, а также повышения гибкости обменных курсов и проведения структурных реформ, чтобы устранить искажения, которые стимулируют сбережения в ведущих странах, имеющих профицит.

Существует широкое согласие относительно общих рамок обрисованных здесь ответных мер политики. Однако теперь, когда наиболее острый период кризиса уже позади, осознание необходимости безотлагательных действий и готовность к сотрудничеству среди директивных органов идут на убыль. Было бы ошибкой, если бы страны с развитой экономикой отложили бюджетные корректировки из-за сложной политэкономической ситуации внутри страны. Кроме того, хотя устранение искажений, стимулирующих сбережения в основных странах с внешним профицитом, способствовало бы росту и помогло бы добиться бюджетной консолидации в ведущих странах с развитой экономикой, недостаточное продвижение в одном направлении не должно служить оправданием бездействия в другой области. Также было бы ошибкой, если бы страны с формирующимся рынком отложили корректировку обменных курсов из-за усиливающегося инфляционного давления. Многие страны с формирующимся рынком не могут себе позволить отложить принятие дополнительных мер по ужесточению политики, пока страны с развитой экономикой сами не предпримут такое ужесточение. Перед директивными органами стоит задача убедить свои национальные сообщества в том, что эти меры отвечают их экономическим интересам, независимо от действий других стран.



## Подъем стал более прочным, но безработица остается высокой

Мировой подъем продолжается в целом в соответствии с прогнозами «Перспектив развития мировой экономики» (ПРМЭ) за октябрь 2010 года и январь 2011 года (рис. 1.1, таблица 1.1). Темпы мирового роста снизились приблизительно до 3¼ процента во второй половине 2010 года, по сравнению с 5¼ процента в первом полугодии. Это снижение темпов отражает нормальный цикл оборота запасов. На фоне уменьшения опасений глобальной депрессии в 2009 году предприятия сначала замедлили процесс сокращения запасов, а затем, по мере дальнейшего укрепления уверенности, начали восстанавливать истощившиеся запасы. Это способствовало резкому оживлению промышленного производства и торговли, которое продолжалось в течение первой половины 2010 года. По мере развития этого этапа темпы восстановления запасов и, как следствие, темпы роста промышленного производства и торговли стали снижаться во второй половине прошлого года. При этом, однако, сократившиеся избыточные мощности, проведение адаптивной политики и дальнейшее укрепление уверенности и улучшение финансовых условий стимулировали рост инвестиций и привели к резкому снижению темпов сокращения числа рабочих мест. Возросли также уровни потребления. Как следствие, подъем стал более устойчивым, риск «двойной» рецессии в странах с развитой экономикой снизился, и, по видимому, можно ожидать нового повышения активности в мировой экономике.

Тем не менее, темпы роста активности остаются географически неравномерными, и рост занятости отстает.

- В ведущих странах с развитой экономикой наблюдаются невысокие темпы экономического роста, особенно учитывая масштабы рецессии: в 2010 году они достигли лишь 3 процентов. В США и зоне евро экономика развивается по столь же слабой траектории, как и после рецессий начала 1990-х годов, несмотря на значительно больший предшествующий спад (рис. 1.1, средняя панель).
- Многие страны с формирующимся рынком и развивающиеся страны, напротив, добились значительного роста, превысившего 7 процентов в 2010 году, и имеют низкие уровни безрабо-

тицы, хотя уровень безработицы среди молодежи непропорционально высок. В растущем числе этих стран отмечаются все более жесткие ограничения производственных мощностей, и многие из них испытывают значительное повышение цен на продукты питания, что порождает другие социальные проблемы.

- В целом, темпы роста недостаточны, чтобы существенно снизить высокие уровни безработицы (рис. 1.1, верхняя панель). Около 205 млн человек все еще ищут работу, что примерно на 30 млн больше в мировом масштабе, чем в 2007 году, по данным Международной организации труда. Безработица очень значительно выросла в странах с развитой экономикой; в странах с формирующимся рынком и развивающихся странах, как отмечалось выше, особую тревогу вызывает высокая безработица среди молодежи.

В целом подъем проходит двумя разными темпами, при сохранении большого разрыва между фактическим и потенциальным объемом производства в странах с развитой экономикой и сокращении или устранении этого разрыва в странах с формирующимся рынком и развивающихся странах, однако внутри каждой группы стран имеются существенные различия (глава 2). Страны, отстающие от темпов мирового подъема, в период кризиса в большинстве случаев пережили серьезные финансовые шоки, нередко связанные с бумом на рынке жилья и высокой внешней задолженностью. Среди стран с развитой экономикой значительное оживление экономики происходит в странах Азии (рис. 1.1, нижняя левая панель). В странах зоны евро, которые пережили спад на рынке жилья или испытывают давление со стороны финансового рынка, подъем происходит не столь уверенно, как в Германии и некоторых других странах зоны евро. Среди стран с формирующимся рынком и развивающихся стран на ведущих позициях по темпам подъема находятся страны Азии, за которыми следуют страны Африки к югу от Сахары, тогда как страны Восточной Европы лишь начинают достигать значительного роста.

## Финансовые условия улучшаются

Высокие уровни прибыли, подкрепляющие и отражающие в основном положительные результаты развития, стимулировали повышение цен акций

**Таблица 1.1. Общий обзор прогнозов «Перспектив развития мировой экономики»**  
(Процентное изменение, если не указано иное)

	По сравнению с предыдущим годом								
	2009	2010	Прогнозы		Отличие от прогнозов ПРМЭ января 2011 г.		IV кв. по сравнению с IV кв.		
			2011	2012	2011	2012	Оценка 2010	Прогнозы 2011 2012	
<b>Мировой объем производства<sup>1</sup></b>	<b>-0,5</b>	<b>5,0</b>	<b>4,4</b>	<b>4,5</b>	<b>0,0</b>	<b>0,0</b>	<b>4,7</b>	<b>4,5</b>	<b>4,4</b>
<b>Страны с развитой экономикой</b>	<b>-3,4</b>	<b>3,0</b>	<b>2,4</b>	<b>2,6</b>	<b>-0,1</b>	<b>0,1</b>	<b>2,7</b>	<b>2,6</b>	<b>2,5</b>
США	-2,6	2,8	2,8	2,9	-0,2	0,2	2,7	3,0	2,7
Зона евро <sup>2</sup>	-4,1	1,7	1,6	1,8	0,1	0,1	2,0	1,5	2,1
Германия	-4,7	3,5	2,5	2,1	0,3	0,1	4,0	1,9	2,5
Франция	-2,5	1,5	1,6	1,8	0,0	0,0	1,5	1,7	2,0
Италия	-5,2	1,3	1,1	1,3	0,1	0,0	1,5	1,3	1,2
Испания	-3,7	-0,1	0,8	1,6	0,2	0,1	0,6	1,1	1,9
Япония	-6,3	3,9	1,4	2,1	-0,2	0,3	2,5	2,5	1,3
Соединенное Королевство	-4,9	1,3	1,7	2,3	-0,3	0,0	1,5	2,2	2,4
Канада	-2,5	3,1	2,8	2,6	0,5	-0,1	3,2	2,8	2,5
Другие страны с развитой экономикой <sup>3</sup>	-1,2	5,7	3,9	3,8	0,1	0,1	4,8	4,3	3,7
Новые индустриальные страны Азии	-0,8	8,4	4,9	4,5	0,2	0,2	6,1	5,9	3,8
<b>Страны с формирующимся рынком и развивающиеся страны<sup>4</sup></b>	<b>2,7</b>	<b>7,3</b>	<b>6,5</b>	<b>6,5</b>	<b>0,0</b>	<b>0,0</b>	<b>7,4</b>	<b>6,9</b>	<b>6,9</b>
Центральная и Восточная Европа	-3,6	4,2	3,7	4,0	0,1	0,0	3,7	3,7	4,0
Содружество Независимых Государств	-6,4	4,6	5,0	4,7	0,3	0,1	4,7	4,5	3,7
Россия	-7,8	4,0	4,8	4,5	0,3	0,1	4,7	4,3	3,5
Кроме России	-3,1	6,0	5,5	5,1	0,4	-0,1	...	...	...
Развивающиеся страны Азии	7,2	9,5	8,4	8,4	0,0	0,0	9,2	8,4	8,5
Китай	9,2	10,3	9,6	9,5	0,0	0,0	9,8	9,4	9,5
Индия	6,8	10,4	8,2	7,8	-0,2	-0,2	9,7	7,7	8,0
АСЕАН-5 <sup>5</sup>	1,7	6,9	5,4	5,7	-0,1	0,0	6,1	5,4	5,6
Латинская Америка и Карибский бассейн	-1,7	6,1	4,7	4,2	0,4	0,1	5,2	5,0	4,6
Бразилия	-0,6	7,5	4,5	4,1	0,0	0,0	5,0	5,0	4,0
Мексика	-6,1	5,5	4,6	4,0	0,4	-0,8	4,4	4,4	3,7
Ближний Восток и Северная Африка	1,8	3,8	4,1	4,2	-0,5	-0,5	...	...	...
Страны Африки к югу от Сахары	2,8	5,0	5,5	5,9	0,0	0,1	...	...	...
<i>Для справки:</i>									
Европейский союз	-4,1	1,8	1,8	2,1	0,1	0,1	2,1	1,8	2,4
Темпы роста в мире, рассчитанные на основе рыночных обменных курсов	-2,1	3,9	3,5	3,7	0,0	0,1	...	...	...
<b>Объем мировой торговли (товары и услуги)</b>	<b>-10,9</b>	<b>12,4</b>	<b>7,4</b>	<b>6,9</b>	<b>0,3</b>	<b>0,1</b>	<b>...</b>	<b>...</b>	<b>...</b>
Импорт									
Страны с развитой экономикой	-12,6	11,2	5,8	5,5	0,3	0,3	...	...	...
Страны с формирующимся рынком и развивающиеся страны	-8,3	13,5	10,2	9,4	0,9	0,2	...	...	...
Экспорт									
Страны с развитой экономикой	-12,2	12,0	6,8	5,9	0,6	0,1	...	...	...
Страны с формирующимся рынком и развивающиеся страны	-7,5	14,5	8,8	8,7	-0,4	-0,1	...	...	...
<b>Цены на биржевые товары (в долларах США)</b>									
Нефть <sup>6</sup>	-36,3	27,9	35,6	0,8	22,2	0,5	...	...	...
Нетопливные товары (среднее значение на основе весов в мировом экспорте биржевых товаров)	-15,8	26,3	25,1	-4,3	14,1	1,3	...	...	...
<b>Потребительские цены</b>									
Страны с развитой экономикой	0,1	1,6	2,2	1,7	0,6	0,1	1,6	2,2	1,5
Страны с формирующимся рынком и развивающиеся страны <sup>4</sup>	5,2	6,2	6,9	5,3	0,9	0,5	6,3	5,9	4,2
<b>ЛИБОР (в процентах)<sup>7</sup></b>									
По депозитам в долларах США	1,1	0,5	0,6	0,9	-0,1	0,0	...	...	...
По депозитам в евро	1,2	0,8	1,7	2,6	0,5	0,9	...	...	...
По депозитам в японских иенах	0,7	0,4	0,6	0,3	0,0	0,1	...	...	...

Примечание. Предполагается, что реальные эффективные обменные курсы остаются неизменными на уровнях, существовавших с 8 февраля по 8 марта 2011 года. Если страны расположены не в алфавитном порядке, их последовательность определяется размером экономики. Агрегированные квартальные данные скорректированы с учетом сезонных факторов.

<sup>1</sup>Квартальные оценки и прогнозы отражают 90 процентов мировых весов по паритету покупательной способности.

<sup>2</sup>Кроме Эстонии.

<sup>3</sup>Кроме США, зоны евро и Японии, но включая Эстонию.

<sup>4</sup>Квартальные оценки и прогнозы отражают примерно 79 процентов производства стран с формирующимся рынком и развивающихся стран.

<sup>5</sup>Вьетнам, Индонезия, Малайзия, Таиланд и Филиппины.

<sup>6</sup>Простое среднее цен на нефть сортов U.K. Brent, Dubai и West Texas Intermediate. Средняя цена нефти в долларах США за баррель составляла 79,03 доллара в 2010 году; предполагаемая цена, основанная на фьючерсных рынках, составляет 107,16 доллара в 2011 году и 108,00 доллара в 2012 году.

<sup>7</sup>Шестимесячная ставка в случае валют США и Японии, трехмесячная ставка для зоны евро.

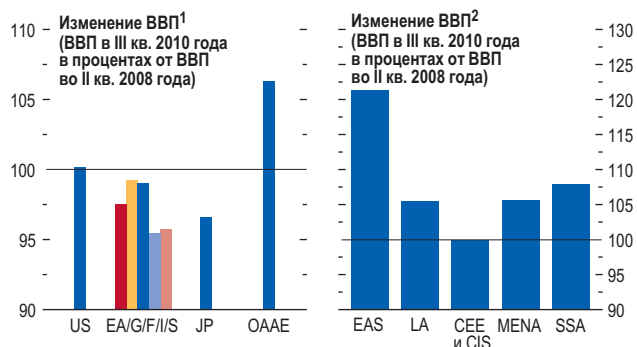
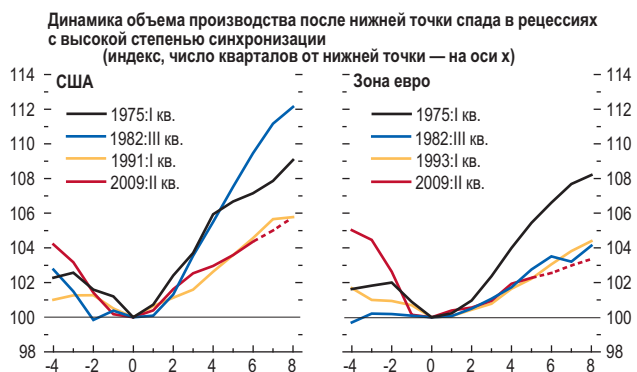
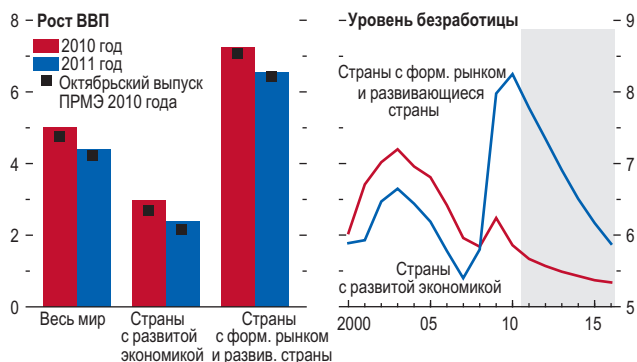
и обесценение облигаций, тогда как уровень волатильности снизился (рис. 1.2, верхняя и нижняя панели). Цены акций в странах Азии с формирующимся рынком, Латинской Америке и США приблизились к докризисным максимальным уровням (рис. 1.2 и 1.3, верхние панели). Однако в зоне евро акции финансовых корпораций растут медленно ввиду сохраняющейся уязвимости в отношении периферийных стран зоны евро (рис. 1.2, средняя панель). Курсы государственных облигаций и спреды по банковским свопам кредитного дефолта в периферийных странах зоны евро остаются высокими, что свидетельствует о значительной уязвимости (рис. 1.4, средняя панель). В Японии курсы акций отстают из-за повышения курса иены и последствий недавнего землетрясения. Темпы роста кредита в странах с развитой экономикой остаются существенно пониженными. В ведущих странах с развитой экономикой, в том числе в зоне евро, происходит медленное смягчение условий банковского кредитования после продолжительного периода постепенного ужесточения (рис. 1.4, верхняя панель); для малых и средних компаний условия смягчаются или лишь немного ужесточаются. Между тем, темпы роста кредита вновь достигли высоких уровней во многих странах с формирующимся рынком, особенно среди стран Азии и Латинской Америки (рис. 1.3, нижняя панель).

Мировые потоки капитала вновь резко увеличились после обвала во время кризиса, но во многих странах они все еще ниже докризисных средних уровней (рис. 1.5, средняя и нижняя панели; глава 4). Соответственно, фондовые рынки и кредит в странах с формирующимся рынком испытывают необычно быстрое оживление после глубокого спада (вставка 1.1). Благоприятные перспективы роста и относительно высокая доходность привлекают финансовые потоки на формирующиеся рынки. Вялая активность и ослабленные финансовые системы продолжают сдерживать потоки между странами с развитой экономикой. Эти факторы ставят задачи в области политики, которые более подробно рассматриваются в настоящей главе, а также в апрельском выпуске «Доклада по вопросам глобальной финансовой стабильности» 2011 года.

- Потоки капитала в некоторые более крупные страны с формирующимся рынком (например, Бразилию, Индию, Индонезию, Китай, Мексику, Перу, Польшу и Турцию) соответствуют докризисным уровням или превышают их. Пока ведущими факторами подъема являются потоки портфельных инвестиций и банковского капитала, тогда как доля притока прямых ино-

**Рисунок 1.1. Показатели мировой экономики**  
(Годовое процентное изменение, если не указано иное)

Мировые уровни активности развивались в целом в соответствии с прогнозом октябрьского выпуска ПРМЭ 2010 года. В странах с развитой экономикой наблюдаются низкие темпы роста и высокие уровни безработицы. В США и зоне евро темпы подъема следуют траектории 1990-х годов, несмотря на значительно больший спад производства во время Великой рецессии. Страны с формирующимся рынком и развивающиеся страны, которые не понесли большого ущерба от кризиса, уже перешли к экономическому оживлению.



Источник: оценки персонала МВФ.  
 1 US — США, EA/G/F/I/S — зона евро/Германия/Франция/Греция, Ирландия, Португалия и Испания, JP — Япония, OAAE — другие страны Азии с развитой экономикой.  
 2 EAS — страны Азии с формирующимся рынком, LA — Латинская Америка, CEE, CIS — Центральная и Восточная Европа и Содружество Независимых Государств, MENA — Ближний Восток и Северная Африка, SSA — Африка к югу от Сахары. По регионам MENA и SSA используются годовые данные ввиду ограниченных имеющихся данных.

**Рисунок 1.2. Последние изменения на финансовых рынках**

Цены акций приблизились к докризисным максимальным уровням в США, но отстают в Европе и Японии, отражая, соответственно, обеспокоенность относительно финансового сектора и экспорта. Спреды по корпоративным ценным бумагам вернулись к низкому уровню. Доходность по долгосрочным государственным облигациям повысилась в связи с повышением активности, но остается ниже уровней, достигнутых в начале 2010 года.



Источники: Bloomberg Financial Markets и расчеты персонала МВФ.  
<sup>1</sup> VIX — индекс волатильности, рассчитываемый Чикагской биржей опционов;  
 VXU — индекс волатильности формирующихся рынков JPMorgan.  
<sup>2</sup> Десятилетние государственные облигации.

странных инвестиций снижается. Эти изменения отличаются от прежней динамики и могут создать риск нестабильности в будущем, в том числе оттока капитала. Однако в течение осени 2010 года обусловленный потоком капитала рост цен на активы стран с формирующимся рынком вновь замедлился. В других регионах, таких как Восточная и Западная Африка, пока не наблюдается существенного роста притока капитала.

- Потоки между странами с развитой экономикой понесли большой урон вследствие вызванного кризисом сокращения финансового посредничества (рис. 1.5, средняя панель). Потоки капитала из Соединенных Штатов теперь вернулись на докризисные уровни, но переориентировались от стран с развитой экономикой на страны с формирующимся рынком. Потоки капитала из зоны евро, особенно через банки, все еще значительно ниже докризисных уровней. Большая часть этого сокращения объясняется уменьшившимися потоками в другие страны с развитой экономикой, хотя потоки в страны с формирующимся рынком также слабы.

Изменения финансовых условий в ближайшее время, скорее всего, не обеспечат существенной дополнительной поддержки роста объема производства. Ввиду состояния «реального» подъема основные финансовые рынки уже характеризуются низкими уровнями неприятия риска и волатильности, о чем свидетельствует энергичный подъем на фондовых рынках и сужение спредов кредитного риска. Хотя условия банковского кредитования в странах с развитой экономикой все еще далеки от нормальных, дальнейший прогресс, вероятно, будет медленным. Рынки секьюритизации остаются ослабленными. Банкам потребуется время для перехода на более стабильные депозиты и долгосрочное оптовое финансирование. Ужесточение надзора и регулирования проводится вполне обоснованно. Кроме того, условия, вероятно, будут оставаться изменчивыми вследствие сохраняющейся неопределенности относительно преодоления кризиса в зоне евро. Составляемые персоналом МВФ индексы общих финансовых условий подтверждают эту качественную интерпретацию. Они указывают на то, что либерализация условий проходит медленно, причем в схожей степени в США, зоне евро и Японии; простые прогнозы предусматривают дальнейшее постепенное смягчение условий (рис. 1.4, нижняя панель; Приложение 1.1).

Вполне возможно, что потоки капитала в ведущие страны с формирующимся рынком будут оставаться значительными, хотя в ближайший период вопросы относительно макроэкономической

политики и геополитическая неопределенность могут замедлять эти потоки. По прогнозу, разница в темпах роста между этими странами и странами с развитой экономикой существенно не уменьшится. В сочетании со стойкостью, которую экономика стран с формирующимся рынком продемонстрировала во время финансового кризиса, это будет способствовать дальнейшему структурному перераспределению финансовых портфелей в направлении этих стран. Однако неопределенность относительно возможности и степени повышения ставок интервенции в условиях растущей инфляции уже тормозит такие потоки, как и возросшая неопределенность относительно геополитической ситуации. Усиление подъема в США, повышение доходности по ценным бумагам (глава 4) и возобновление неопределенности в зоне евро также могут сдерживать такие потоки в будущем.

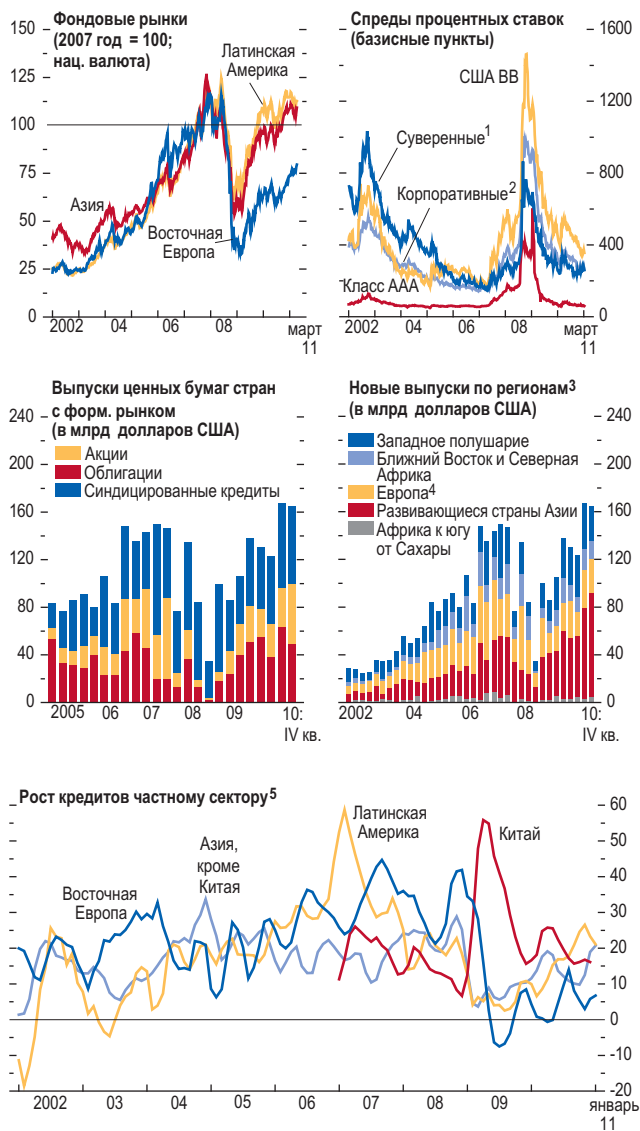
### Цены на биржевые товары вновь растут

Цены на биржевые товары быстро вернулись на высокий уровень в результате структурных, а также циклических и особых факторов, а давление рынка остается повышенным. Главная задача в структурной сфере связана с быстрым ростом в странах с формирующимся рынком и развивающихся странах, который повысил уровни потребления биржевых товаров и изменил его структуру. В то же время, предложение медленно реагирует на эти изменения, поскольку резко повысившиеся предельные издержки сдерживают рост производства. Основным циклическим фактором были более высокие, чем ожидалось, темпы роста спроса на биржевые товары во второй половине 2010 года, что вызвало повышение цен на нефть в 2011 году до приблизительно 90 долл. США за баррель к началу января 2011 года, по сравнению с прогнозом 83 долл. США за баррель, сделанным в апреле 2010 года. К особым факторам относятся меньшее, чем ожидалось, увеличение объема добычи в членах Организации стран-экспортеров нефти (ОПЕК), когда цена превысила 70–80 долл. США (ранее этот диапазон цен был объявлен «справедливым»), что усилило обеспокоенность участников рынка относительно предложения. Другим особым фактором являются волнения на Ближнем Востоке и в Северной Африке, происходящие с января 2011 года. Что касается продуктов питания, то главным особым фактором были шоки связанных с погодой перебоев предложения.

Более высокий, чем ожидалось, мировой спрос на биржевые товары привел к сокращению запасов и вызвал значительное, устойчивое и широкомас-

### Рисунок 1.3. Условия в странах с формирующимся рынком

Цены на фондовых рынках в Азии и Латинской Америке близки к докризисным максимальным уровням. Кроме того, спреды по кредитам вернулись на низкие уровни, потоки капитала восстановились на удивление быстро, и темпы роста кредита частному сектору вновь выходят на высокие уровни во многих странах с формирующимся рынком.



Источники: Bloomberg Financial Markets, Capital Data, МВФ, «Международная финансовая статистика», расчеты персонала МВФ.

<sup>1</sup> Спред по индексу JPMorgan EMBI Global Index.

<sup>2</sup> Спред по индексу JPMorgan CEMBI Broad Index.

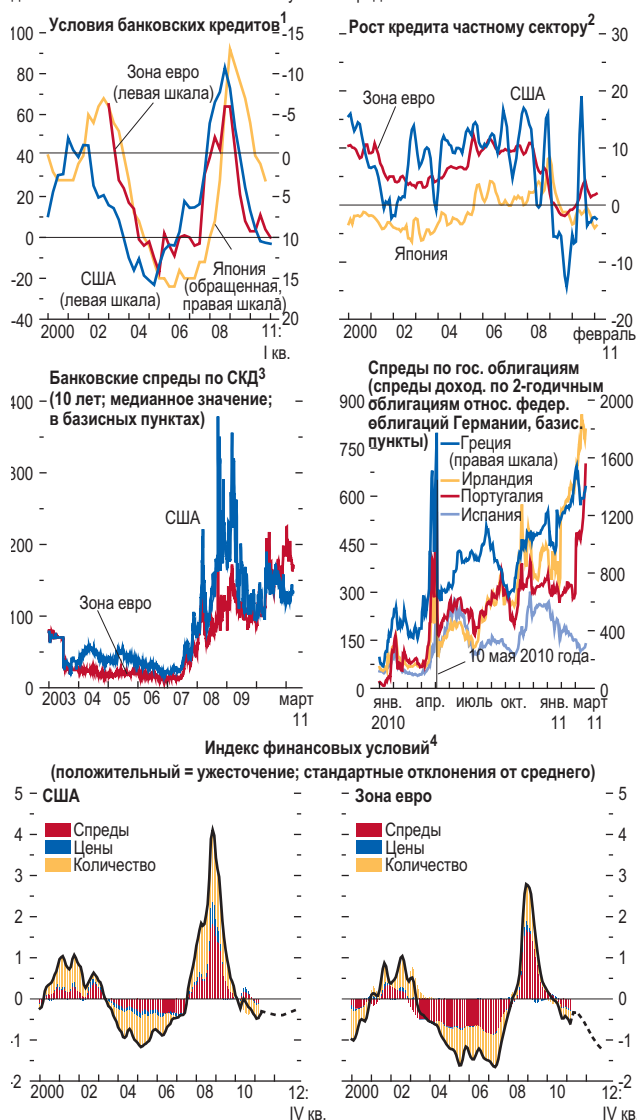
<sup>3</sup> Общая сумма выпусков акций, синдицированных займов и международных облигаций.

<sup>4</sup> Центральная и Восточная Европа и Содружество Независимых Государств.

<sup>5</sup> Процентное изменение трехмесячного скользящего среднего в годовом исчислении относительно скользящего среднего за предыдущий трехмесячный период.

### Рисунок 1.4. Изменения на развитых кредитных рынках

Условия банковского кредитования уже существенно не ужесточаются или вновь становятся более либеральными, но темпы роста кредита остаются очень низкими. Основные опасения в отношении глобальной финансовой стабильности связаны с очень высокими потребностями банков и органов государственного управления в финансировании, особенно в периферийных странах зоны евро. Можно ожидать дальнейшего постепенного смягчения условий кредитования.



Источники: Bank of America/Merrill Lynch, Банк Японии, Bloomberg Financial Markets, Европейский центральный банк, Совет управляющих Федеральной резервной системы США, Haver Analytics, Thomson Datastream, расчеты персонала МВФ.

<sup>1</sup> Процент респондентов, отметивших «значительное» или «некоторое» ужесточение стандартов кредитования, минус ответы, в которых указано «значительное» или «некоторое» ослабление стандартов кредитования за предыдущие три месяца. Обследование изменения стандартов предоставления ссуд или кредитных линий предприятиям в зоне евро; среднее значение обследований изменения стандартов коммерческого/промышленного кредитования и кредитования в области коммерческой недвижимости в США; индекс распространения категории адаптивная» минус «жесткая», индекс Танкан в Японии, характеризующий склонность финансовых организаций к предоставлению кредитов.

<sup>2</sup> Процентное изменение трехмесячного скользящего среднего в годовом исчислении относительно скользящего среднего за предыдущий трехмесячный период.

<sup>3</sup> СКД — своп кредитного дефолта.

<sup>4</sup> Ретроспективные данные приводятся помесечно, а прогнозы (пунктирные линии) поквартально.

штабное повышение цен (Приложение 1.2). Составляемый МВФ общий индекс биржевых товаров повысился на 32 процента в период с середины 2010 года по февраль 2011 года, возместив около трех четвертых 55-процентного снижения после циклического максимума, достигнутого с июля 2008 по начало 2009 года. Цены на продукты питания сейчас недалеки от их пика 2008 года. К счастью, хорошие урожаи в странах Африки к югу от Сахары обеспечивают некоторую степень защиты для части бедного населения мира. В то же время, социальные волнения в странах Ближнего Востока и Северной Африки могут вызвать дальнейшее повышательное давление на цены на продукты питания, если правительства крупных импортеров зерна в регионе и за его пределами увеличат закупки с целью обеспечить достаточное предложение на этих внутренних рынках субсидируемых продуктов питания.

Ожидается, что в 2011 году предложение биржевых товаров увеличится в ответ на повышение цен. В секторе энергоносителей имеются резервные мощности, которые могли бы компенсировать сокращение производства в результате гражданской войны в Ливии, и прогнозируемая нормализация погодных условий должна привести к увеличению выпуска сельскохозяйственной продукции. В то же время рост спроса, по-видимому, несколько замедлится вследствие обычной циклической динамики. По прогнозу, эти изменения позволят добиться более сбалансированного роста как спроса, так и предложения. Тем не менее, перспективы рынков нефти остаются весьма неопределенными, поскольку представления о геополитических рисках для предложения могут быть изменчивыми.

- Предложение нефти слабо реагирует на происходящее оживление спроса, в основном вследствие проводимой ОПЕК политики. Ограниченные мощности стран, не входящих в ОПЕК, и нарушение производства в Ливии означают, что требуемая доля от других поставщиков-членов ОПЕК возрастет в 2011 году<sup>1</sup>. Текущие уровни резервных мощностей ОПЕК, оцениваемые приблизительно в 4½ процента мирового спроса, достаточны, чтобы компенсировать сокращение поставок из Ливии и удовлетворить ожидаемый прирост спроса. Если ответное увеличение предложения действительно произойдет, оно должно сдерживать дополнительное повышательное давление на цены. Текущие прогнозы ПРМЭ

<sup>1</sup> «Доля ОПЕК» представляет собой разность между мировым спросом и предложением из источников помимо нефти, добываемой странами ОПЕК, включая производство газового конденсата (ГК) ОПЕК.

основаны на ценах фьючерсных рынков в марте 2011 года, когда цены на нефть стабилизировались на уровне около 108 долл. США за баррель, что примерно на 35 процентов выше уровней 2010 года, или примерно на 20 процентов выше уровней допущений на 2011 год, использовавшихся в январском *Бюллетене ПРМЭ* 2011 года.

- Следует ожидать, что мировой объем производства продуктов питания быстро восстановится после недавних шоков предложения: возросшие мировые посевные площади и погодные условия, более близкие к нормальным, указывают на благоприятные перспективы для урожая в 2011 году. Для наращивания низких в настоящее время уровней запасов потребуется некоторое время, поэтому цены, вероятно, будут оставаться более изменчивыми, чем обычно. Правительствам будет необходимо обеспечить малоимущему населению достаточный доступ к продуктам питания, пока цены на продукты питания остаются высокими.

Что касается среднесрочных перспектив основных биржевых товаров, сейчас широко распространены опасения дефицита ресурсов (глава 3). Вполне возможно, что трендовые темпы роста предложения нефти постепенно значительно снизятся, но это, возможно, лишь в ограниченной степени снизит годовые темпы мирового роста, менее чем на ¼ процента в среднесрочной перспективе. Это относительно небольшое воздействие отражает низкую долю нефти в общем экономическом производстве и потреблении и потенциал корректировки производства и потребления с учетом роста цен в долгосрочной перспективе. Однако, учитывая низкую (и все еще снижающуюся) краткосрочную эластичность предложения и спроса, такой тренд также может вызвать резкие изменения цен, которые могут оказать очень негативное краткосрочное воздействие на экономическую активность.

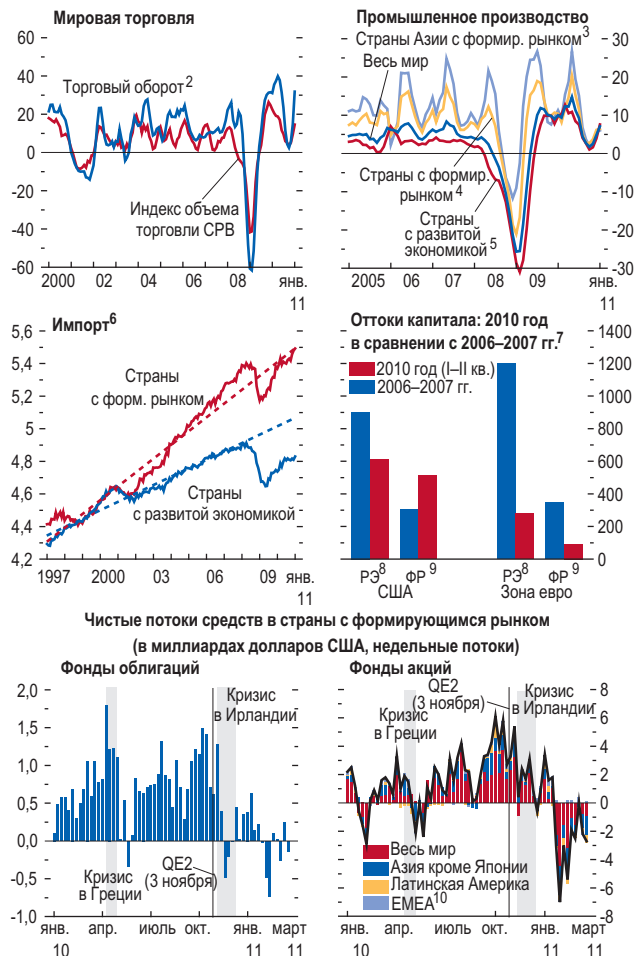
### Ожидается закрепление подъема

Учитывая улучшившуюся ситуацию на финансовых рынках, быстрый рост активности во многих странах с формирующимся рынком и развивающихся странах, а также растущую уверенность в странах с развитой экономикой, экономические перспективы на 2011–2012 годы являются положительными, несмотря на возобновление изменчивости из-за опасения перебоев в поставках нефти. Как и в январском *Бюллетене ПРМЭ*, прогноз предусматривает подъем активности после недавнего спада, с достижением темпов мирового роста около 4½ процента в 2011–2012 годах (см. таблицу 1.1; рис. 1.6,

### Рисунок 1.5. Текущие и перспективные индикаторы<sup>1</sup>

(Процентное изменение трехмесячного скользящего среднего в годовом исчислении относительно скользящего среднего за предыдущий трехмесячный период, если не указано иное)

Рост мировой торговли и промышленного производства замедлился во второй половине 2010 года, что отражало мировой цикл оборота запасов. Импорт стран с формирующимся рынком и развивающихся стран вернулся на докризисные трендовые уровни, но импорт в странах с развитой экономикой все еще отстаёт. Возросли потоки капитала из стран с развитой экономикой в страны с формирующимся рынком. Однако осенью 2010 года их рост замедлился. Потоки между странами с развитой экономикой по-прежнему переживают застой.



Источники: Bureau of Economic Analysis, U.S. Treasury, EPFR Global, European Central Bank, Haver Analytics, Netherlands Bureau for Economic Policy Analysis для индекса объема торговли СРВ и расчеты персонала МВФ.

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

<sup>2</sup> Выраженный в СДР.

<sup>3</sup> Индия, Индонезия, Китай, Малайзия, Таиланд и Филиппины.

<sup>4</sup> 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.

<sup>5</sup> Австралия, Дания, зона евро, Израиль, Канада, Корея, Новая Зеландия, Норвегия, САР Гонконг, Сингапур, Соединенное Королевство, США, Тайвань, провинция Китая, Чешская Республика, Швейцария, Швеция, Япония.

<sup>6</sup> Фактический (сплошная линия) в сравнении с логарифмическим линейным трендом 1997–2006 годов (пунктирная линия).

<sup>7</sup> В миллиардах долларов США для США и в евро для зоны евро, в годовом исчислении.

<sup>8</sup> РЭ — страны с развитой экономикой.

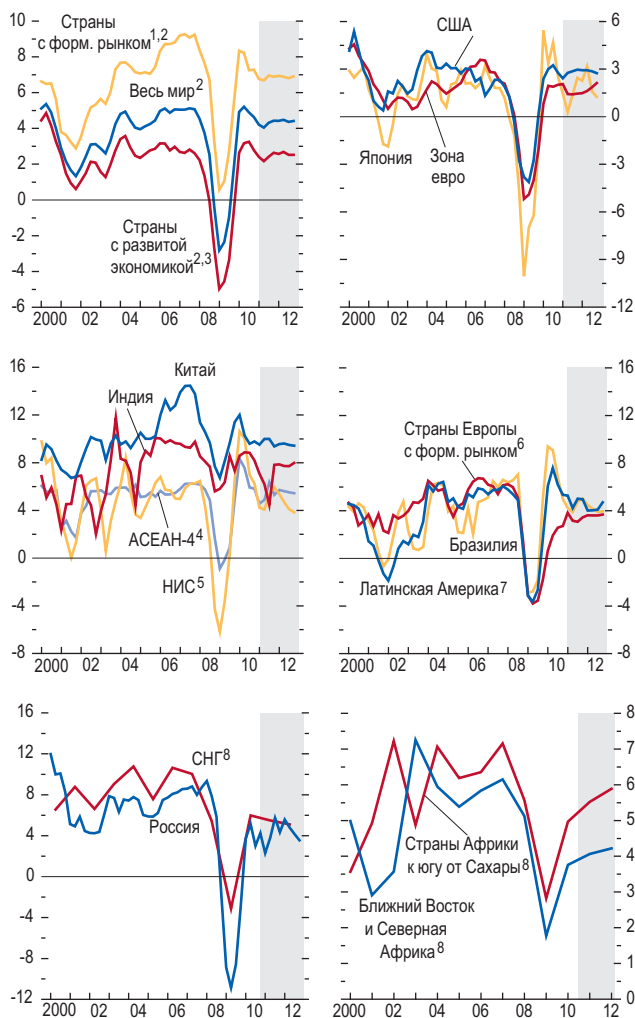
<sup>9</sup> ФР — страны с формирующимся рынком.

<sup>10</sup> ЕМЕА — Европа, Ближний Восток и Африка.

### Рисунок 1.6. Перспективы развития мировой экономики

(Реальный ВВП; квартальное процентное изменение относительно значения годом ранее, если не указано иное)

По прогнозу, мировой рост вновь ускорится. Однако подъем будет продолжаться двумя разными темпами, с быстрым ростом в странах с формирующимся рынком и развивающихся странах, но не в странах с развитой экономикой. Прогнозируется, что после значительного подъема активность в странах Азии и Латинской Америки с формирующимся рынком несколько снизится, поскольку начнут сказываться ограничения производственных мощностей.



Источники: Haver Analytics и база данных «Перспектив развития мировой экономики» (ПРМЭ).

<sup>1</sup> Индия, Китай, Россия, Турция, Южная Африка и страны, перечисленные в сносках 4, 6 и 7.

<sup>2</sup> Включаются только страны, предоставляющие квартальные данные.

<sup>3</sup> Австралия, Дания, зона евро, Израиль, Канада, Корея, Новая Зеландия, Норвегия, САР Гонконг, Сингапур, Соединенное Королевство, США, Тайвань, провинция Китая, Чешская Республика, Швейцария, Швеция и Япония.

<sup>4</sup> Индонезия, Малайзия, Таиланд и Филиппины.

<sup>5</sup> К новым индустриальным странам Азии (НИС) относятся Корея, САР Гонконг, Сингапур, Тайвань, провинция Китая.

<sup>6</sup> Болгария, Венгрия, Латвия, Литва и Польша.

<sup>7</sup> Аргентина, Бразилия, Венесуэла, Колумбия, Мексика, Перу и Чили.

<sup>8</sup> Годовое процентное изменение по сравнению с периодом годом ранее. Агрегированные данные ПРМЭ не включают данные по Ливии за годы прогноза ввиду неопределенности политической ситуации.

верхняя панель). Ожидается, что реальный ВВП возрастет приблизительно на 2½ процента в странах с развитой экономикой и 6½ процента в странах с формирующимся рынком и развивающихся странах. Это означает небольшое снижение темпов относительно уровней, достигнутых в 2010 году.

Перспективные индикаторы уже содержат признаки ускорения роста после снижения темпов, обусловленного циклом запасов. После стагнации в течение большей части осени промышленное производство начало вновь набирать обороты, что отражается в возврате индекса менеджеров по закупкам (ИМЗ) в обрабатывающей промышленности к уровням, ассоциирующимся с более экспансионистской политикой (рис. 1.7, верхняя панель). ИМЗ в сфере услуг указывает на то, что подъем теперь распространяется на эту значительную часть мировой экономики. Розничные продажи показывают хорошие результаты в странах с формирующимся рынком и вновь улучшились в странах с развитой экономикой, в первую очередь в США (рис. 1.7, средняя панель). В то же время, ожидается, что недавние повышения цен на нефть будут иметь лишь относительно ограниченные последствия для роста<sup>2</sup>. Значительно более широкий анализ синхронных индикаторов, обобщаемых в «траекториях роста» МВФ, подтверждает возобновление активного роста (рис. 1.8, верхняя панель).

Подъем приводится в движение взаимодействием различных сил:

- По мере оживления промышленного производства в странах с развитой экономикой происходит подъем инвестиций, поскольку основные фонды сократились и остаются лишь небольшие избыточные мощности (рис. 1.7 и 1.8, нижние панели). Этому оживлению производства способствуют низкие процентные ставки, смягчение условий финансирования и в основном прочные

<sup>2</sup> Доли нефтяного фактора подразумевают сокращение объема производства немного более чем на ½ процентного пункта, если предположить, что повышение цен в феврале и марте является постоянным. Однако имеются важные смягчающие факторы, которые могут заметно снизить воздействие на мировой рост. Топливные субсидии во многих странах с формирующимся рынком и развивающихся странах хотя бы временно защищают конечных пользователей от последствий повышения мировых цен на нефть. Улучшение условий торговли для экспортеров нефти, как и повышение государственных расходов на социальные программы в некоторых странах Ближнего Востока, приведет к увеличению импорта в страны-импортеры нефти. Наконец, поскольку ожидается, что перебои в предложении будут уменьшаться в течение года, конечные пользователи вполне могли бы приспособиться к повышению уровней расходов на нефть, отчасти за счет использования сбережений.



балансы и уровни прибыли корпораций. В то же время, рост потребления стимулируется сокращением числа увольнений, постепенным восстановлением уровней занятости и отложенными ранее покупками товаров длительного пользования<sup>3</sup>. В ближайшие пару лет не прогнозируется существенного повышения норм сбережения домашних хозяйств (рис. 1.9, средняя панель). Как следствие, ожидается, что процесс сокращения заемных средств будет продолжаться текущими темпами, за исключением нескольких стран зоны евро, которые все еще не преодолели кризис (рис. 1.9, нижняя панель).

- Во многих странах Латинской Америки и Азии и странах с низкими доходами в регионе Африки к югу от Сахары объем производства в результате подъема вернулся к докризисным пиковым уровням, и многие страны уже перешли в стадию экспансии (рис. 1.6, средняя и нижняя панели). Активность в этих странах стимулируют адаптивная макроэкономическая политика, рост экспорта и цен на биржевые товары, а в ряде стран также притоки капитала. В странах Африки к югу от Сахары также прогнозируется сохранение высоких темпов роста вследствие устойчиво высокого внутреннего спроса и растущего мирового спроса на биржевые товары (рис. 1.6, нижняя панель). Экономические перспективы стран Ближнего Востока существенно различаются и на момент написания доклада все еще остаются довольно неопределенными. В странах Восточной Европы и Содружества Независимых Государств (СНГ), которые серьезно пострадали от кризиса, также происходит оживление экономической активности.

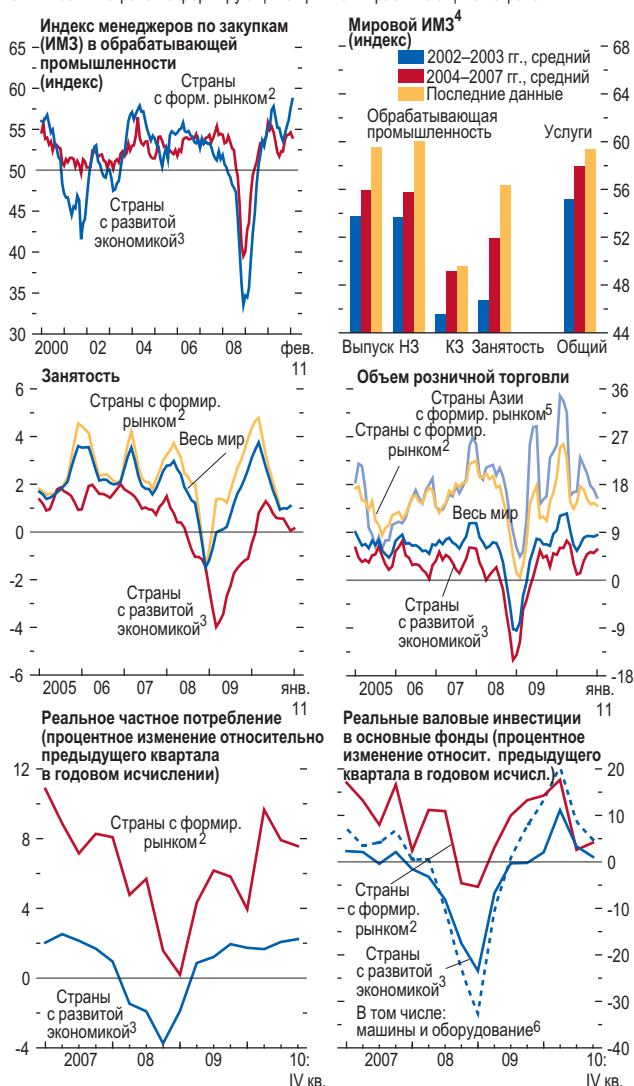
По прогнозу, сфера инфляционного давления расширится, главным образом в странах с формирующимся рынком и развивающихся странах. На мировом уровне общий уровень инфляции повысился до 4 процентов в январе, превысив 2 процента в странах с развитой экономикой и 6 процентов в странах с формирующимся рынком и развивающихся странах (рис. 1.10, верхняя панель). Это обусловлено главным образом динамикой цен на продовольствие и энергоносители и большим весом этих компонентов в индексе потребительских цен (ИПЦ) стран с более низкими доходами. Таким образом, базовая инфляция существенно ниже общего уровня инфляции, хотя она быстро рас-

<sup>3</sup> Откладывание таких покупок привело к необычно большому снижению объема промышленного производства относительно ВВП в 2009 году (рис. 1.8, нижняя панель).

### Рисунок 1.7. Текущие и перспективные индикаторы<sup>1</sup>

(Процентное изменение трехмесячного скользящего среднего в годовом исчислении относительно скользящего среднего за предыдущий трехмесячный период, если не указано иное)

Перспективные индикаторы остаются экспансионистскими, что позволяет ожидать ускорения роста в первой половине 2011 года. Уровни потребления постепенно повышаются в странах с развитой экономикой. Хотя инвестиции в этих странах в последнее время были менее динамичными, они, вероятно, возрастут, когда рост производства вновь ускорится. Индикаторы указывают на сохранение высоких уровней активности в странах с формирующимся рынком и развивающихся странах.



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

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

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

<sup>3</sup> Австралия, Дания, зона евро, Израиль, Канада, Корея, Новая Зеландия, Норвегия, САР Гонконг, Сингапур, Соединенное Королевство, США, Тайвань, провинция Китая, Чешская Республика, Швейцария, Швеция, Япония.

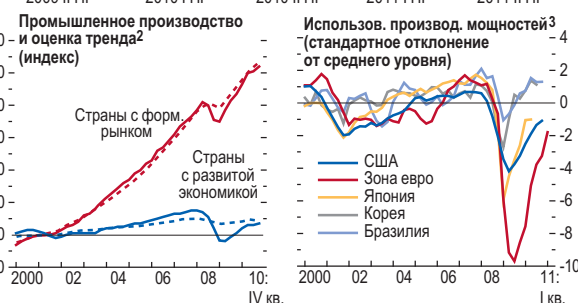
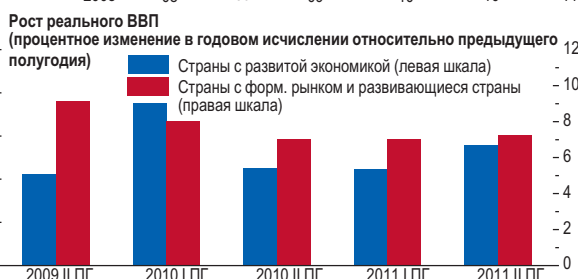
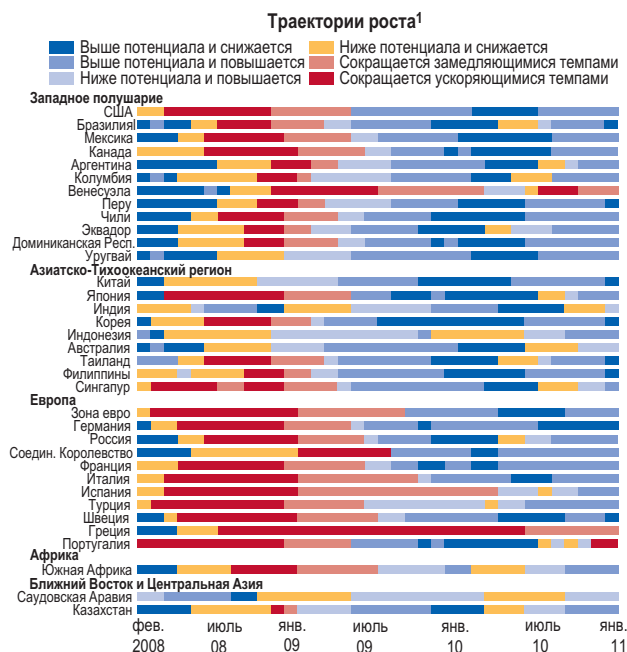
<sup>4</sup> НЗ — новые заказы, КЗ — купленные запасы.

<sup>5</sup> Индия, Индонезия, Китай, Малайзия, Таиланд и Филиппины.

<sup>6</sup> Взвешенные по ИПС 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.

### Рисунок 1.8. Перспективы экономической активности в ближайший период

Значения большого числа показателей по многим странам, в сводном виде представленные в этих траекториях роста, указывают на то, что активность вновь повышается во многих странах. В странах с развитой экономикой уровень промышленного производства остается довольно низким, учитывая состояние спроса, отражаемое ВВП. Это объясняется тем, что потребление товаров длительного пользования откладывается, как и инвестиции. В предстоящий год можно ожидать некоторого дальнейшего наверстывания отставания.



Источники: Haver Analytics и оценки персонала МВФ.

<sup>1</sup> Траектории роста описаны в работе Matheson (2011). В составе регионов страны расположены по размеру экономики.

<sup>2</sup> Тренд (пунктирные линии) оценивается с использованием коинтеграционного отношения промышленного производства с ВВП стран с развитой экономикой или стран с формирующимся рынком, соответственно.

<sup>3</sup> Данные стандартизованы с использованием средних значений и стандартных отклонений за 10 лет, предшествующих кризису.

тет в странах с формирующимся рынком и развивающихся странах, с 2¼ процента в марте 2010 года до 3¾ процента в феврале 2011 года. В перспективе прогнозируется дальнейшее повышение базовой инфляции по мере того, как избыточные мощности будут понемногу сокращаться. Общий уровень инфляции все еще будет умеренным, если цены на биржевые товары в целом стабилизируются в соответствии с ожиданиями.

- В странах с развитой экономикой общий уровень инфляции, по прогнозу, вновь опустится ниже 2 процентов в 2011 году, установившись в районе 1½ процента в течение 2012 года в условиях прекращения роста цен на продукты питания и энергоносители и лишь постепенного ускорения роста заработной платы при слабой конъюнктуре на рынках труда (см. таблицу 1.1).
- В странах с формирующимся рынком и развивающихся странах расширяется инфляционное давление (рис. 1.10, верхняя и нижняя панели). Если предположить, что цены на продовольствие и энергоносители будут в целом стабильными, по прогнозу ПРМЭ, общий уровень инфляции будет близок к 7 процентам в 2011 году и опустится ниже 5 процентов в 2012 году (см. таблицу 1.1).

Прогноз предполагает, что макроэкономическая политика будет оставаться в основном благоприятствующей. В ведущих странах с развитой экономикой финансовые рынки ожидают лишь ограниченного ужесточения денежно-кредитной политики в предстоящий год (рис. 1.11, верхняя панель). По прогнозу, ужесточение налогово-бюджетной политики будет небольшим в 2011 году, после некоторого смягчения политики в 2010 году (рис. 1.12, средняя панель). Рынки также ожидают лишь ограниченного свертывания адаптивных мер денежно-кредитной политики в странах с формирующимся рынком и развивающихся странах (рис. 1.11, нижняя панель). По-видимому, имеется меньше оснований для опасений, что ужесточение налогово-бюджетной политики в странах с развитой экономикой будет препятствовать мировому подъему. Во-первых, теперь представляется, что прогнозируемое в 2011 году свертывание бюджетных стимулов будет ограниченным, составив лишь ¼ процента ВВП. Во-вторых, по-видимому, происходит переориентация с государственного на частный спрос в качестве движущей силы экономического роста, даже в странах с развитой экономикой. Об этом свидетельствует, например, продолжающийся подъем в зоне евро, несмотря на в целом нейтральный курс бюджетной политики в 2010 году.

## Риски уменьшились, но все еще смещены в сторону снижения темпов роста

Степень неопределенности перспектив на 2011 год снизилась со времени октябрьского выпуска «Перспектив развития мировой экономики» 2010 года. Однако риски недостижения прогнозируемых темпов повысились по сравнению с январским Бюллетенем ПРМЭ 2011 года, главным образом из-за неопределенности геополитической ситуации.

Снижение неопределенности относительно 2010 года подтверждается распределением прогнозов аналитиков относительно кривой доходности и инфляции, а также данными о ценах опционов по индексу Standard & Poor's (S&P) 500 и нефти, которые обобщены в составленной МВФ веерной диаграмме (рис. 1.13, верхняя панель). В частности, дисперсия прогнозов аналитиков относительно роста реального ВВП существенно меньше, чем ранее, и теперь приближается к историческому базисному уровню (рис. 1.13, нижняя панель). Веерная диаграмма указывает на то, что рынки по-прежнему видят больший потенциал для отклонения от прогноза в сторону снижения, а не повышения темпов роста в результате изменения цен акций (рис. 1.13, средняя панель)<sup>4</sup>. Интересно отметить, что хотя составители прогнозов в основном ожидают существенного повышения инфляции, они теперь видят больше возможностей для повышения, а не снижения инфляции относительно прогноза, что имеет противоположные последствия для отклонения от прогнозируемых темпов роста реального ВВП. Однако этот результат, по существу, определяется прогнозами по США, Японии и Китаю.

Наиболее существенный риск снижения темпов роста связан с возможностью дальнейшего непредвиденного повышения цен на нефть вследствие перебоев в поставках. Чтобы более подробно проанализировать эти риски, персонал МВФ разработал сценарий ухудшения ситуации, при котором более сильные, чем ожидалось, временные перебои в снабжении поднимут цены на нефть до среднего уровня 150 долл. США за баррель в 2011 году, после чего цены снизятся до средних уровней, в настоящее время ожидаемых в 2012 году. В странах с развитой экономикой уровень реального ВВП в 2012 году в этом случае был бы на  $\frac{3}{4}$  процента текущих прогнозов ПРМЭ; в странах с формирующимся рынком и развивающихся странах эффекты бы широко различались, от сокращения объема производства примерно на  $\frac{3}{4}$  процента в Азии и Африке

<sup>4</sup>Информацию о построении этой веерной диаграммы см. в Elekdag and Kannan (2009).

## Рисунок 1.9. Балансы и нормы сбережения

(В процентах)

Во многих странах с развитой экономикой продолжается процесс сокращения доли заемных средств, в основном в секторе домашних хозяйств. Однако в следующие два года не ожидается существенного повышения норм сбережения, что позволяет ожидать постепенного роста потребления по мере повышения уровня занятости. Сохраняется уязвимость в странах на периферии зоны евро.



Источники: Haver Analytics и оценки персонала МВФ.

### Рисунок 1.10. Мировая инфляция

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

Инфляция повышается во всех регионах. Однако базовая инфляция и темпы роста заработной платы в странах с развитой экономикой остаются пониженными, поскольку высокая безработица является сдерживающим фактором. Инфляционное давление расширяется во многих странах с формирующимся рынком и развивающихся странах в условиях адаптивной макроэкономической политики и все более жестких ограничений производственных мощностей.



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

<sup>1</sup> Дефлятор расходов на личное потребление.

<sup>2</sup> Согласованный прогноз *Consensus Economics* на год вперед. Значения за декабрь представляют среднее значений за ноябрь того же года и январь следующего года.

<sup>3</sup> ИПЦ для работников промышленности.

к югу от Сахары и ½ процента в Латинской Америке до прироста производства на Ближнем Востоке и в Северной Африке, а также в Содружестве Независимых Государств. Сокращение мирового объема производства было бы значительно большим в случае постоянного шока для предложения нефти.

Согласно апрельскому выпуску «Доклада по вопросам глобальной финансовой стабильности» 2011 года, финансовые риски снизились с октября 2010 года. Улучшения макроэкономических показателей и благоприятные перспективы для активностей стран с формирующимся рынком способствуют поддержанию общей финансовой стабильности. Адаптивные макроэкономические условия способствуют снижению рисков в отношении балансов и стимулируют большую склонность к риску. Однако за недавними позитивными изменениями ситуации на рынках все еще скрываются значительные факторы бюджетной и финансовой уязвимости, особенно в зоне евро. В более общем плане, риски снижения темпов роста обусловлены высокими долями заемных средств и ограниченным улучшением качества кредита в странах с развитой экономикой, а также постепенно нарастающими кредитными рисками в некоторых ведущих странах с формирующимся рынком. Основные риски снижения мировой экономической и финансовой стабильности состоят в следующем:

- **Слабые государственные балансы в странах с развитой экономикой.** Риски связаны со значительными потребностями государственных органов в финансировании и потенциалом высокой изменчивости процентных ставок и премий за риск. В настоящее время они сосредоточены в основном в уязвимых странах зоны евро (см. ниже). Однако риски также связаны с налогово-бюджетной политикой США, ввиду больших потребностей в финансировании и существенной зависимости от внешних источников<sup>5</sup>. Как отмечалось в предыдущих выпусках «Перспектив развития мировой экономики», в краткосрочной перспективе отсутствует существенный риск значительного и широкомасштабного повышения ставок по государственным облигациям, но не исключены внезапные изменения, особенно по премиям за риск, которые могли бы угрожать мировой финансовой стабильности<sup>6</sup>.

<sup>5</sup>См. вставку 1.4 в октябрьском выпуске «Перспектив развития мировой экономики» 2010 года.

<sup>6</sup>Это объясняется тем, что в странах с развитой экономикой прогнозируются пониженные темпы подъема, в странах с формирующимся рынком, имеющих профицит,

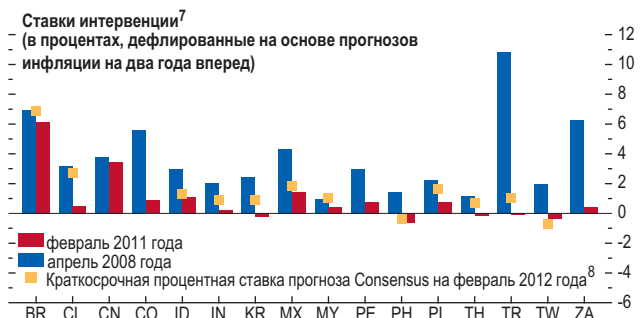
- **Дисбалансы на рынках недвижимости.** Рынки недвижимости в ряде стран с развитой экономикой едва функционируют. Все еще сохраняется значительный риск ухудшения ситуации, связанный с имеющимися в США теневыми запасами жилья под угрозой отчуждения за неуплату (этот вопрос более углубленно обсуждается в апрельском выпуске «Доклада по вопросам глобальной финансовой стабильности» 2011 года). Между тем, возникают новые риски вследствие бума на рынках недвижимости в странах с формирующимся рынком.
- **Перегрев в странах с формирующимся рынком.** Темпы роста в этих странах могут непредвиденно повыситься в краткосрочной перспективе в результате относительно либеральной макроэкономической политики (см. ниже), но среднесрочные риски связаны со снижением темпов роста. Эти риски анализируются во вставке 1.2, в которой представлен сценарий, альтернативный прогнозам ПРМЭ, основанный на более жестких циклических условиях в странах с формирующимся рынком, чем предполагается в прогнозах ПРМЭ. По этому сценарию, повышение процентных ставок, ослабление роста доходов в будущем, и воздействие бюджетных корректировок устраниют эксцессы, накопившиеся за годы экономического бума, но ценой мировых экономических спадов, в том числе значительного снижения цен на биржевые товары. Глобальные дисбалансы между странами с развитой экономикой и странами Азии с формирующимся рынком вновь увеличатся согласно такому сценарию, тогда как дисбалансы, затрагивающие экспортеров биржевых товаров, сократятся.

прогнозируется увеличение сбережений относительно инвестиций, а в странах с формирующимся рынком имеется лишь немного реальных альтернативных рынков сбыта для большого объема долговых ценных бумаг, выпущенных странами с развитой экономикой (см. главу 1 в октябрьском выпуске «Перспектив развития мировой экономики» 2010 года). В более долгосрочной перспективе, как доказывают авторы работы Dobbs and Spence (2011), мировая экономика вскоре столкнется с недостатком, а не избытком капитала, поскольку быстрая урбанизация в странах с формирующимся рынком и развивающихся странах стимулирует спрос на инфраструктуру, а перепланирование спроса в Китае и демографические процессы в странах с развитой экономикой снижают уровни доступных сбережений. Вместе с тем, повысятся ли реальные процентные ставки, зависит от многих труднопрогнозируемых факторов, таких как перспективы инвестиций в странах со стареющим населением, изменения пенсионного возраста, связь между старением и здоровьем населения, изменения финансовых условий в странах с формирующимся рынком и развивающихся странах, международная миграция, технический прогресс и ответные меры политики, а также многих других.

**Рисунок 1.11. Индикаторы денежно-кредитной политики и ликвидности в некоторых странах с развитой экономикой**

(Ставки в процентах, если не указано иное)

Краткосрочные реальные процентные ставки во многих странах с развитой экономикой находятся на обоснованно низком уровне, и в предстоящий год не ожидается их существенного повышения. Однако уровень процентных ставок представляется низким также во многих странах с формирующимся рынком и развивающихся странах. В целом в предстоящий год не ожидается существенных повышений ставок интервенции.



Источники: Bloomberg Financial Markets, Consensus Economics, Eurostat, Haver Analytics и расчеты персонала МВФ.

<sup>1</sup> Трехмесячные казначейские векселя.

<sup>2</sup> Относительно базовой инфляции.

<sup>3</sup> 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 9 марта 2011 года.

<sup>4</sup> Пунктирные линии — относительно октябрьского выпуска ПРМЭ 2010 года.

<sup>5</sup> Аргентина, Бразилия, Венесуэла, Колумбия, Мексика, Перу и Чили.

<sup>6</sup> Болгария, Венгрия, Латвия, Литва и Польша.

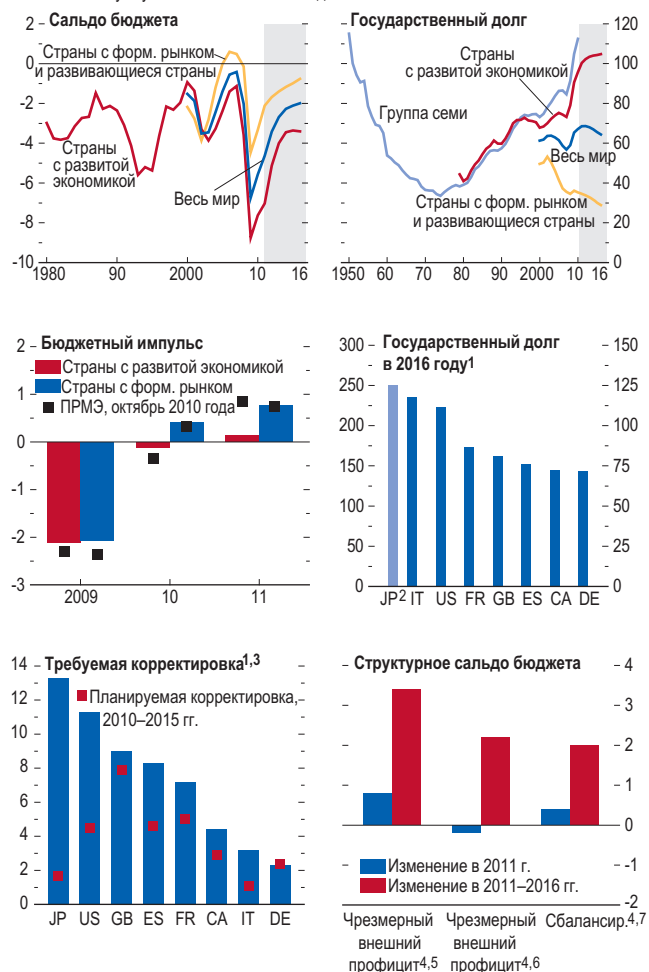
<sup>7</sup> BR — Бразилия, CL — Колумбия, CN — Китай, CO — Колумбия, ID — Индонезия, IN — Индия, KR — Корея, MX — Мексика, MY — Малайзия, PE — Перу, PH — Филиппины, PL — Польша, TH — Таиланд, TR — Турция, TW — Тайвань, провинция Китая, ZA — Южная Африка.

<sup>8</sup> По состоянию на февраль 2011 года. Для Турции использована ставка по межбанковским кредитам овернайт.

## Рисунок 1.12. Сальдо бюджета сектора государственного управления и государственный долг

(В процентах ВВП, если не указано иное)

Уровни бюджетного дефицита и государственного долга очень высоки во многих странах с развитой экономикой. Хотя стимулирующие меры политики значительно сократились в 2010 году, темпы роста реального ВВП повысились, что свидетельствует о переориентации с государственного на частный спрос. В 2011 году ожидается, что степень бюджетной консолидации в странах с развитой экономикой будет небольшой. Как следствие, все еще требуется очень значительная корректировка для достижения приемлемых уровней долга к 2030 году. Бюджетная корректировка будет больше в странах с высоким внешним профицитом, чем в странах с высоким дефицитом, что соответствует увеличению глобальных дисбалансов.



Источники: «Бюджетный вестник» МВФ и расчеты персонала МВФ.

<sup>1</sup> CA — Канада, DE — Германия, ES — Испания, FR — Франция, GB — Соединенное Королевство, IT — Италия, JP — Япония, US — США.

<sup>2</sup> Япония — левая шкала.

<sup>3</sup> Корректировка первичного сальдо с поправкой на сезонные колебания, необходимая для того, чтобы довести коэффициент долга до 60 процентов к 2030 году. Для Японии сценарий предполагает снижение чистого долга до 80 процентов ВВП, что соответствует целевому уровню валового долга около 200 процентов ВВП.

<sup>4</sup> Исходя из используемой персоналом МВФ методологии Консультативной группы по вопросам валютных курсов (КГВК). В КГВК входят Австралия, Аргентина, Бразилия, Венгрия, зона евро, Израиль, Индия, Индонезия, Канада, Китай, Колумбия, Корея, Малайзия, Мексика, Пакистан, Польша, Россия, Соединенное Королевство, США, Таиланд, Турция, Чешская Республика, Чили, Швейцария, Швеция, Южная Африка, Япония. Подробное описание методологии расчета завышения или занижения валютного курса см. в Lee and others (2008).

<sup>5</sup> Доля этих стран в мировом ВВП составляет 18,5 процента.

<sup>6</sup> Доля этих стран в мировом ВВП составляет 27,4 процента.

<sup>7</sup> Доля этих стран в мировом ВВП составляет 39,2 процента.

Наиболее ощутимый риск снижения темпов роста по-прежнему связан с проблемами на периферии зоны евро, которые могут распространиться на основные европейские страны. Несмотря на меньшую неопределенность, рынки все еще испытывают опасения относительно достаточности имеющегося финансирования в рамках Европейского фонда финансовой стабильности и Европейского механизма финансовой стабильности и относительно функционирования постоянного Европейского механизма стабильности. В наиболее уязвимых странах зоны евро продолжался процесс вымывания традиционной базы инвесторов в государственные облигации, поскольку новые правила разделения финансового бремени с держателями облигаций были объявлены в то время, когда участники рынка испытывали сомнения в устойчивости уровней государственного долга в некоторых странах. Эти риски усугубляются сохраняющейся слабостью финансовых учреждений во многих странах Европы, недостаточной прозрачностью относительно их рисков и слабыми государственными балансами. Хотя периферийные страны составляют лишь небольшую долю в общем объеме производства и торговли зоны евро, существенные финансовые связи с основными странами, а также финансовые вторичные эффекты вследствие большего неприятия риска и снижения цен на акции могли бы ослабить спрос. Пессимистический сценарий, разработанный для январского Бюллетеня ПРМЭ 2011 года, указывает на то, что в случае материализации эти риски могли бы снизить объем производства в зоне евро на 3 процентных пункта, а мировой объем производства на 1 процентный пункт относительно базисного прогноза.

В то же время, имеются и некоторые риски превышения прогнозируемых уровней:

- **Потребление в странах с развитой экономикой.** Спрос на потребительские товары длительного пользования в странах с развитой экономикой может продолжать восстанавливаться быстрее, чем ожидалось, по мере того как будут стабилизироваться нормы сбережения домашних хозяйств и уменьшаться опасения потери рабочих мест. Это стало бы и хорошей, и плохой новостью: активность повысилась бы, но в странах с все еще слабыми балансами домашних хозяйств сохранились бы глобальные дисбалансы — то есть, подъем не стал бы более прочным.
- **Восстановление инвестиций.** Возможен более активный подъем инвестиций в машины и оборудование ввиду высоких показателей прибыли

и балансов корпораций. Это уже в некоторой степени произошло в США, хотя отношение инвестиций к ВВП остается значительно ниже докризисных уровней.

- **Динамичность краткосрочного спроса в странах с формирующимся рынком и развивающихся странах.** Непредвиденное повышение темпов роста в странах с развитой экономикой усилило бы давление спроса в странах с формирующимся рынком и развивающихся странах и в то же время повысило бы цены на энергоносители. В краткосрочной перспективе темпы роста в странах с формирующимся рынком также могли бы оказаться выше прогнозируемых в силу внутренних факторов. Однако в среднесрочной перспективе преобладает вышеупомянутый риск ухудшения ситуации в результате перегрева.

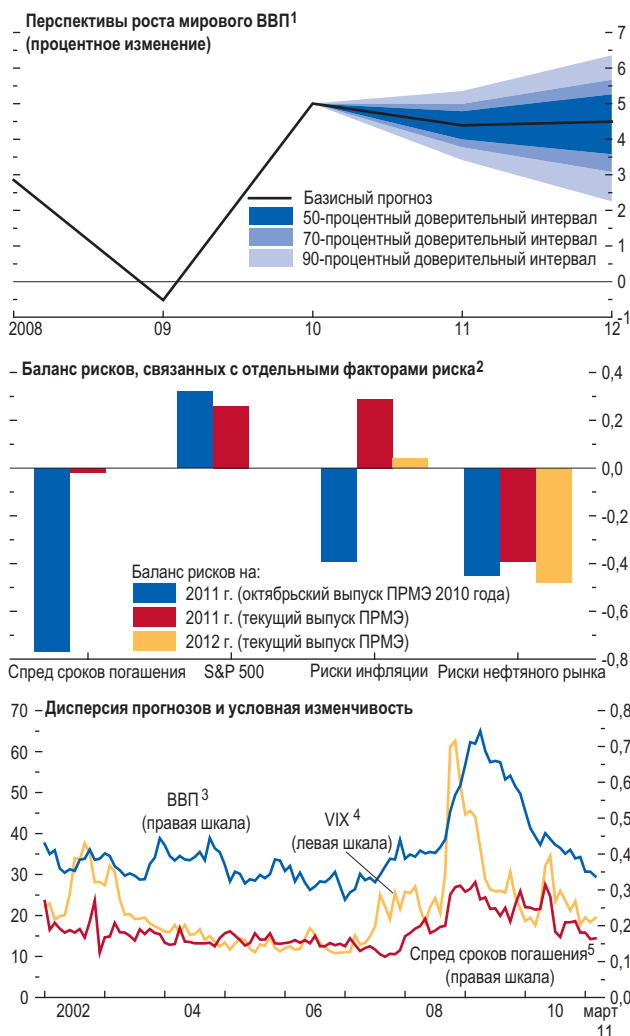
### Различия в уровнях экономической активности ставят ряд задач перед экономической политикой в краткосрочной перспективе

Конъюнктурные условия — отрезвляющие для стран с развитой экономикой и благоприятные для стран с формирующимся рынком и развивающихся стран — вызывают новую напряженность, особенно в ведущих странах с формирующимся рынком и развивающихся странах. Рост цен на биржевые товары и сокращение избыточных мощностей приводят к повышению инфляции в этих странах. Ведущие страны с формирующимся рынком также переживают кредитный бум. В то же время, официальные органы во многих случаях не склонны ужесточать макроэкономическую политику, поскольку опасаются, что рост в странах с развитой экономикой может не оправдать ожиданий, повышение внутренних процентных ставок может привести к завышенному обменному курсу или неуправляемым потокам капитала, а снижение государственных расходов может усугубить болезненные последствия роста цен на продукты питания. В ответ на это ряд стран с формирующимся рынком прибегает к ужесточению пруденциальных норм, а некоторые страны ввели меры контроля за капиталом, чтобы смягчить потенциальные издержки, связанные с перегревом. Однако недостаточное ужесточение макроэкономической политики создает риск «жесткой посадки».

Странам с развитой экономикой легче справиться с последствиями повышения цен на биржевые товары. Три основные задачи, стоящие перед многими из этих стран, заключаются в том, чтобы со-

**Рисунок 1.13. Риски для перспектив развития мировой экономики**

Риски для прогноза развития мировой экономики понизились, о чем свидетельствует уменьшение дисперсии прогнозов аналитиков. Тем не менее, они по-прежнему в основном смещены в сторону снижения темпов. В прогнозах на 2012 год это обусловлено главным образом обеспокоенностью относительно высоких цен на нефть.



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

<sup>1</sup> Верная 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.

<sup>2</sup> Гистограммы показывают коэффициент асимметрии, выраженный в единицах базовых переменных. Значения рисков инфляции и рисков нефтяного рынка вводятся с обратным знаком, поскольку они представляют риск снижения темпов роста. Данные о балансе рисков на 2012 год по индексу S&P500 и спреду сроков погашения отсутствуют.

<sup>3</sup> Этот ряд измеряет дисперсию прогнозов ВВП по странам Группы семи (Германии, Канаде, Италии, Соединенному Королевству, США, Франции и Японии), а также Бразилии, Индии, Китаю и Мексике.

<sup>4</sup> VIX — индекс волатильности, рассчитываемый Чикагской биржей опционов.

<sup>5</sup> Этот ряд измеряет дисперсию прогнозов сроков погашения, следующую из прогнозов процентных ставок, для Германии, Соединенного Королевства, США и Японии.

хранить или вернуть доверие к бюджетной политике, оздоровить и реформировать финансовый сектор и снизить высокую безработицу.

Несмотря на эти различия, задачи в области политики, стоящие перед странами с развитой экономикой и перед странами с формирующимся рынком и развивающимися странами, тесно взаимосвязаны. Меры, принимаемые странами с развитой экономикой, такие как проведение либеральной денежно-кредитной политики, создают вторичные эффекты для стран с формирующимся рынком и развивающихся стран. И наоборот, меры, принимаемые странами с формирующимся рынком и развивающимися странами, такие как курсовая политика и меры контроля за капиталом, сказываются не только на странах с развитой экономикой, но и на других странах с формирующимся рынком и развивающихся странах. Однако вторичные эффекты сами по себе не говорят о наличии конфликта между интересами стран по основным направлениям макроэкономической политики. В целом более действенная и дальновидная политика принесет не только лучшие результаты на национальном уровне, но и лучшие глобальные результаты, чем те, что предусматриваются настоящим прогнозом.

### **Странам с развитой экономикой необходимо оздоровить балансы государства и финансового сектора**

Во многих странах с развитой экономикой разрыв между фактическим и потенциальным объемом производства все еще значителен, и прогнозируется, что он будет лишь постепенно сокращаться в среднесрочной перспективе, в то время как уровни безработицы остаются устойчиво высокими. В США и зоне евро уровни безработицы близки к 9 и 10 процентам, соответственно, а разрыв между фактическим и потенциальным объемом производства в 2010 году, по оценке, составлял несколько менее 5 процентов и 3 процентов потенциального ВВП. Среди ведущих стран с развитой экономикой в США и Испании безработица повысилась по сравнению с докризисными уровнями более значительно, чем в остальных странах; в других странах она повысилась примерно на 2½ процентного пункта или менее. Быстро снизить эти уровни безработицы представляется маловероятным, поскольку разрыв между фактическим и потенциальным объемом производства, по прогнозу, будет сокращаться лишь постепенно, по мере ужесточения налогово-бюджетной политики и оздоровления со временем финансового сектора. Кроме того, требу-

ется длительное время для восстановления уровней активности в трудоемких секторах после кризисов в банковской системе или на рынке жилья<sup>7</sup>.

### **В большинстве стран денежно-кредитная политика может оставаться адаптивной**

Многие центральные банки стран с развитой экономикой могут адаптироваться к повышению цен на продовольствие и энергоносители, главным образом, поскольку продукты питания и энергоносители составляют относительно небольшую долю в потребительской корзине, люди на своем опыте убедились в том, что такое повышение не порождает спираль инфляции, и избыточные мощности будут оказывать понижающее давление на заработную плату. Кроме того, в основных странах активность на рынке банковских кредитов все еще очень низка. Прогнозируется, что Федеральная резервная система и Банк Японии будут сохранять свои процентные ставки на очень низком уровне в 2011 году ввиду пониженной потребности в средствах для выплаты зарплаты и большого разрыва между фактическим и потенциальным объемом производства (см. рис. 1.11, верхняя панель). Ожидается, что Европейский центральный банк (ЕЦБ) будет повышать ставки по мере того, как будет отмечать усиливающиеся риски повышения цен, но при этом продлил действие нетрадиционных мер поддержки с учетом все еще высоких финансовых рисков. Экономические условия и базовое давление на цены несколько сильнее в других странах с развитой экономикой, и центральные банки этих стран уже повысили ставки (например, Австралия, Израиль, Канада, Корея, Норвегия и Швеция). Большинство их ставок интервенции остаются адаптивными, в диапазоне от 1 до 3 процентов, и им необходимо будет принять дополнительные меры по мере того, как безработица будет снижаться, а рост цен на продовольствие и энергоносители будет оказывать давление на заработную плату. В этой группе стран рынки ожидают повышения ставок в размере от ½ до 1½ процентного пункта в течение предстоящего года<sup>8</sup>.

<sup>7</sup>См. главу 3 апрельского выпуска «Перспектив развития мировой экономики» за 2010 год, а также Dowling, Estevão, and Tsounta (2010).

<sup>8</sup>Перед некоторыми из этих стран также стоит проблема ускоряющегося после кризиса роста цен на недвижимость в условиях низких процентных ставок — как и в некоторых странах с формирующимся рынком, официальные органы прибегают к макропруденциальным мерам, чтобы замедлить повышение этих цен (например, в Канаде, САР Гонконг).



Однако даже центральным банкам стран с развитой экономикой, имеющим развитые режимы таргетирования инфляции, может быть нелегко сохранить доверие, когда они сталкиваются с чередой разовых ценовых шоков или трендом повышения цен на определенные составляющие потребительской корзины. Например, в случае Банка Англии инфляция в течение значительной части периода с 2005 года превышала его 2-процентный срединный целевой показатель вследствие роста цен на продукты питания и энергоносители, повышения налога на добавленную стоимость и снижения обменного курса. Инфляция по ИПЦ теперь составляет около 4½ процента, хотя инфляция зарплат, как представляется, остается под действенным контролем. Инфляционные ожидания домашних хозяйств понемногу возрастают, но другие показатели инфляционных ожиданий существенно не изменились за прошедший год. Этот опыт свидетельствует о том, что от руководителей центральных банков потребуются очень четкие объяснения того, как они намерены реагировать на разовые или относительные ценовые шоки. Цель должна заключаться в адаптации к внешней инфляции, если она не создает серьезной угрозы повышения внутренней инфляции.

В активном свертывании нетрадиционных мер нет необходимости, по крайней мере в ближайшее время, поскольку опасения, что они будут способствовать инфляционному давлению, не имеют под собой оснований. Как рассматривалось в предыдущих выпусках «Перспектив развития мировой экономики», в той степени, в которой эти меры создают дополнительную ликвидность, ее можно вновь изъять. Нетрадиционные меры делятся на две категории:

- Количественное смягчение — то есть покупка государственных облигаций для снижения долгосрочных процентных ставок. В США и Соединенном Королевстве, по-видимому, нет необходимости в новых программах покупки, учитывая текущие перспективы экономической активности и изменений инфляционных ожиданий. В случае Японии этот вопрос еще не получил однозначного ответа: уровень базовой инфляции постепенно повышается, но все еще близок к нулю, поэтому дефляция, по-видимому, еще далеко не побеждена.
- Качественное смягчение — то есть меры, призванные поддерживать функционирование конкретных рынков или обеспечить достаточную ликвидность. Многие из этих мер уже завершились естественным образом. В некоторых странах и на некоторых рынках, в частности в зоне евро, их необходимо продолжать, пока не будет достигнуто долговременное укрепление ликвид-

ности. Однако официальные органы не должны допускать того, чтобы эти меры приводили к задержке коренной реструктуризации банков.

Имеющаяся информация указывает на то, что если меры денежно-кредитной политики успешно стабилизируют объем производства в странах с развитой экономикой, вторичные эффекты не причинят ущерба странам с формирующимся рынком и развивающимся странам (вставка 1.3). С другой стороны, обеспокоенность относительно негативных вторичных эффектов вследствие недостаточно смелой стратегии бюджетной консолидации в странах с развитой экономикой весьма обремененна, учитывая последствия для мировых процентных ставок, инвестиций и потенциального объема производства. Короче говоря, пока страны с развитой экономикой проводят политику, содействующую устойчивому подъему их собственной экономики, это идет на пользу странам с формирующимся рынком и развивающимся странам. Если меры политики в странах с развитой экономикой не оправдают ожиданий, вторичные эффекты, обусловленные недостатками в бюджетной сфере (и финансовой политике), вероятно, окажутся значительно более негативными, чем эффекты, вызванные недостатками в денежно-кредитной сфере.

### **Необходимы наиболее решительные действия, чтобы сохранить или восстановить доверие к бюджетной политике**

Сохранение или восстановление доверия к бюджетной политике в условиях высоких уровней государственного дефицита и долга является важной задачей для многих стран с развитой экономикой. Большинство этих стран планируют значительно ужесточить налогово-бюджетную политику в 2011 году, но темпы бюджетной консолидации в 2011 году будут намного ниже, чем по предыдущим оценкам, — в октябрьском выпуске «Перспектив развития мировой экономики» 2010 года прогнозировалось сокращение структурного дефицита почти на 1 процент ВВП, тогда как текущие прогнозы ПРМЭ предусматривают сокращение лишь на ¼ процента ВВП (рис. 1.12, средняя панель). Это обусловлено главным образом существенным изменением курса политики США, где теперь прогнозируется, что структурный дефицит в 2011 году увеличится на 0,6 процента ВВП, а не сократится на 0,9 процента ВВП. Экономика страны представляется достаточно прочной, чтобы выдержать умеренную консолидацию. Кроме того, краткосрочное воздействие принятых в США мер стимулирова-

ния на занятость и рост, вероятно, будет небольшим относительно затрат. Принятые недавно меры по сокращению дискреционных расходов снизят дефицит в 2011 финансовом году ниже уровня прогноза, содержавшегося в выпущенном недавно проекте бюджета администрации президента на 2012 финансовый год. Однако необходимы более значительные сокращения среднесрочного дефицита, что потребует проведения более широких реформ, в том числе системы социального обеспечения и налогообложения. В Японии структурное ужесточение бюджетной политики также будет проводиться более постепенно, чем предусматривалось в прогнозах октябрьского выпуска ПРМЭ 2010 года, ввиду принятия новой программы стимулирования и финансирования реконструкции экономики после землетрясения. После того как начнутся работы по реконструкции и можно будет получить более четкое представление о размере ущерба, следует заняться вопросами привязки расходов на реконструкцию к четкой бюджетной стратегии, направленной на снижение коэффициента государственного долга в среднесрочной перспективе.

В других странах прогнозируется, что налогово-бюджетная политика будет обоснованно ограничительной. В зоне евро прогнозируется, что структурный дефицит снизится приблизительно на 1 процент ВВП; в Соединенном Королевстве снижение больше, достигая  $1\frac{3}{4}$  процента ВВП. Это соответствует принятым ранее бюджетным планам.

Некоторые страны, испытывающие чрезвычайно сильное давление рынков, приступили к проведению масштабных среднесрочных реформ. Многие другие страны с развитой экономикой сформулировали общие принципы стратегий корректировки и приступили к их осуществлению. Однако, за исключением стран, проводящих основную часть корректировок на раннем этапе, и стран с прочными бюджетными системами (например, Канады, Германии, Соединенного Королевства), эти страны в основном не дали достаточно подробного разъяснения мер, на которых базируются их планы корректировки<sup>9</sup>. В этом отношении за последние шесть месяцев достигнут лишь ограниченный прогресс, хотя обсуждения и дебаты продолжаются. Как следствие, среднесрочные прогнозы структурного сальдо бюджета по ведущим странам с развитой экономикой в основном не изменились относительно октябрьского выпуска «Перспектив развития мировой экономики» 2010 года.

<sup>9</sup>См. детальную оценку среднесрочных бюджетных планов 25 стран в работе Bornhorst et al. (2010).

Все еще прогнозируется, что большинство стран Группы 20-ти с развитой экономикой достигнет поставленной цели к 2013 году вдвое уменьшить дефицит относительно 2010 года<sup>10</sup>. США по-прежнему привержены достижению этого целевого показателя. Ввиду смягчения налогово-бюджетной политики на 2011 год для его выполнения теперь потребуются структурная корректировка федерального бюджета в общем размере около 5 процентов ВВП в 2012 и 2013 бюджетных годах, что может быть трудно осуществить<sup>11</sup>. Кроме того, по оценкам персонала МВФ, отношение валового долга США к ВВП не стабилизируется в период прогноза и к 2016 году будет превышать 110 процентов, по сравнению с менее 90 процентов в зоне евро и почти 250 процентами в Японии (рис. 1.12, средняя панель).

Все ведущие страны зоны евро приняли обязательство сократить дефицит до уровня ниже 3 процентов ВВП к 2013 году. Однако, исходя из объявленных на сегодняшний день планов и прогнозов роста ПРМЭ, ожидается, что этой цели достигнет только Германия, поэтому Франции, Испании и (в значительно меньшей степени) Италии будет необходимо разработать новые меры.

Во многих странах не достигнуто существенных сдвигов в разработке мер по устранению остающихся среднесрочных дисбалансов, поэтому странам с развитой экономикой все еще необходимо ввести очень значительные бюджетные корректировки, чтобы снизить отношение валового долга их сектора государственного управления к ВВП до 60 процентов к 2030 году (рис. 1.12, нижняя панель)<sup>12</sup>. Согласно сценарию, разработанному в апрельском выпуске «Бюджетного вестника» МВФ 2011 года, требующиеся корректировки составляют более 10 процентов ВВП для США и Японии, от 5 до 10 процентов ВВП для Испании, Соединенного Королевства и Франции и от 3 до 4 процентов ВВП для Германии, Италии и Канады. Для менее крупных и уязвимых стран требующиеся корректировки находятся в диапазоне от примерно 6 процентов ВВП для Португалии до более чем 10 процентов ВВП для Греции и Ирландии.

<sup>10</sup>В своей бюджетной стратегии, принятой в июне 2010 года, Япония обязалась вдвое сократить первичный дефицит сектора государственного управления относительно ВВП к 2015 бюджетному году и достичь первичного профицита не позднее 2020 бюджетного года.

<sup>11</sup>По сектору государственного управления такое сокращение структурного дефицита составило бы около 4 процентов ВВП в 2012-2013 календарных годах.

<sup>12</sup>Аналогичные результаты описаны в октябрьском выпуске «Перспектив развития мировой экономики» 2010 года. В отношении Японии этот сценарий предполагает сокращение чистого долга до 80 процентов ВВП; это соответствует целевому показателю валового долга около 200 процентов ВВП.

дии. И действительно, в условиях возросшего давления рынка эти страны недавно утвердили ряд жестких мер (см. ноябрьский выпуск «*Бюджетного вестника*» 2010 года).

Отсутствие в ряде стран четко определенных среднесрочных планов вызывает все более серьезную обеспокоенность, особенно в случае США. По мере дальнейшего роста активности значительные потребности государств в финансировании будут оказывать повышательное давление на процентные ставки, замедляя подъем в частном секторе и снижая потенциальный объем производства. Это может вызвать резкое повышение процентных ставок в США (с особенно низких исходных уровней), что может дестабилизировать мировые рынки облигаций, с особенно негативными последствиями для стран с формирующимся рынком (глава 4). Постепенное повышение ставок замедлило бы приток инвестиций и потенциальный рост в странах с развитой экономикой, а также в странах с формирующимся рынком и развивающихся странах. Хотя Япония в первую очередь должна направлять усилия на поддержку реконструкции, необходимо определить меры, призванные снизить ее высокий коэффициент государственного долга в среднесрочной перспективе, чтобы сохранить высокий уровень доверия инвесторов.

В более общем плане, по мере ускорения роста доли пенсионеров в предстоящее десятилетие может оказаться еще труднее провести коренную реформу программ обязательных пособий, которая совершенно необходима, чтобы обеспечить устойчивость государственных финансов. Все большая разобщенность политического процесса в ряде стран с развитой экономикой, в том числе в США и Японии, создает дополнительные бюджетные риски, как хорошо известно из политэкономической литературы по вопросам налогово-бюджетной политики<sup>13</sup>.

### Необходимо ускорить оздоровление финансового сектора

Основные задачи в краткосрочной перспективе связаны с нестабильностью в зоне евро. Директивным органам следует воспользоваться несколько

<sup>13</sup>В работах Roubini and Sachs (1989), Roubini et al. (1989), Alesina and Drazen (1991) и Poterba (1994) приводятся эмпирические данные, свидетельствующие о том, что экономические шоки вызывают ответные действия, но более раздробленные системы государственного управления обычно приводят к задержке бюджетных корректировок. См. общий анализ влияния политико-экономических факторов на искажения в налогово-бюджетной политике в работе Alesina and Perotti (1995).

улучшившимися условиями, чтобы добиться реального прогресса в решении этих задач. На уровне зоны евро требуется достаточное, недорогое и гибкое финансирование для стран, которые испытывают давление рынка и нуждаются во внешней помощи для поддержки корректировок. Кроме того, необходимы значительные реформы экономического управления в зоне евро, чтобы не допустить новых таких потрясений в будущем.

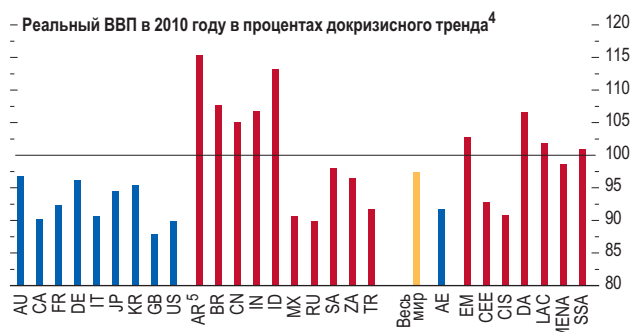
В обеих областях в марте 2011 года был достигнут существенный прогресс, но еще предстоит решить важные проблемы. Между тем, ЕЦБ следует продолжать обеспечивать упорядоченные условия на рынках финансирования и содействовать предотвращению чрезмерной изменчивости на рынках суверенного долга. Для стран, испытывающих давление рынка, приоритетными направлениями являются бюджетные корректировки и реформы программ социальной помощи и структурных основ. Важно также провести новый раунд действенных, широких и прозрачных стресс-тестов, подкрепляемых реальной реструктуризацией и программами рекапитализации, с целью укрепления доверия к банковским системам зоны евро. Это принципиально важно для того, чтобы разорвать порочный круг негативной обратной связи между нестабильностью государственного и банковского секторов и восстановить конкурентоспособность.

За прошедший год достигнуты значительные успехи в решении проблем, стоящих перед странами зоны евро (глава 2). Несмотря на улучшение условий и укрепление уверенности, неопределенность, вероятно, будет сохраняться даже после принятия всех этих и последующих мер, пока рынки будут следить за реализацией новых мер и уточнять свои оценки устойчивости государственного и внешнего долга. Короче говоря, каких-либо спосовов быстро разрешить трудности не существует, но необходимо принимать решительные меры, чтобы содействовать корректировкам и зафиксировать ожидания, тем самым снизив вероятность реализации сценариев паники.

Между тем, необходимо двигаться вперед в других направлениях в целях оздоровления и реформы финансового сектора. Эти задачи подробно рассматриваются в апрельском выпуске «*Доклада по вопросам глобальной финансовой стабильности*» 2011 года. В США требуются программы, призванные облегчить списание основной суммы неблагополучных первичных ипотечных кредитов и вторичных прав удержания залога, чтобы ликвидировать большие теневые запасы необслуживаемых ипотечных кредитов, в том числе для домашних

### Рисунок 1.14. Возникающая напряженность

Цены на биржевые товары быстро растут, и во все большем числе стран с формирующимся рынком возникают ограничения, обусловленные производственными мощностями. Условия торговли стран с формирующимся рынком и развивающихся стран вновь улучшились, что стимулирует внутренний спрос в странах-экспортерах биржевых товаров. Ввиду высокой доли продуктов питания и топлива в потребительских корзинах в этих странах их экономика особенно чувствительна к шокам цен на продукты питания и топливо.



Источники: Министерство сельского хозяйства США (MCX США) и оценки персонала МВФ.

<sup>1</sup> Простое среднее спотовых цен на нефть сортов U.K. Brent, Dubai Fateh и West Texas Intermediate.

<sup>2</sup> Мировые запасы на конец года в процентах от потребления и прогнозы MCX США на 2011 год.

<sup>3</sup> CL: Чили, CO: Колумбия, MY: Малайзия, PE: Перу, PH: Филиппины, PL: Польша.

<sup>4</sup> Докризисный тренд получен путем экстраполяции роста реального ВВП в 1996–2006 годах.

AR — Аргентина, AE — страны с развитой экономикой, AU — Австралия, BR — Бразилия, CA — Канада, CEE — Центральная и Восточная Европа, CIS — Содружество Независимых Государств, CN — Китай, DA — развивающиеся страны Азии, DE — Германия, EM — страны с формирующимся рынком, FR — Франция, GB — Соединенное Королевство, ID — Индонезия, IN — Индия, IT — Италия, JP — Япония, KR — Корея, LAC — Латинская Америка и Карибский бассейн, MENA — Ближний Восток и Северная Африка, MX — Мексика, RU — Россия, SA — Саудовская Аравия, SSA — Африка к югу от Сахары, TR — Турция, US — США, ZA — Южная Африка.

<sup>5</sup> Аналитики частного сектора считают, что темпы роста реального ВВП были значительно ниже официальных оценок в 2008 и 2009 годах, хотя расхождение между частными и официальными оценками роста реального ВВП уменьшилось в 2010 году. Это может сказаться на оценках объема производства относительно тренда.

хозяйств с отрицательным жилищным капиталом, и избежать не вызванной необходимостью конфискации заложенного жилья. Это заложило бы основу для дальнейшего оздоровления и реформы рынков ипотечного кредита и секьюритизации. В более общем плане, в США и других странах еще далеко не завершено формирование посткризисной структуры надзора и регулирования. Теневая банковская система и учреждения, которые слишком велики или слишком сложны, чтобы позволить им обанкротиться, создают проблемы, которые пока еще в полной мере не решаются. Кроме того, необходимы более действенные системы надзора и санкции для трансграничных финансовых учреждений; это потребует значительного укрепления международного сотрудничества, в том числе в области текущего надзора.

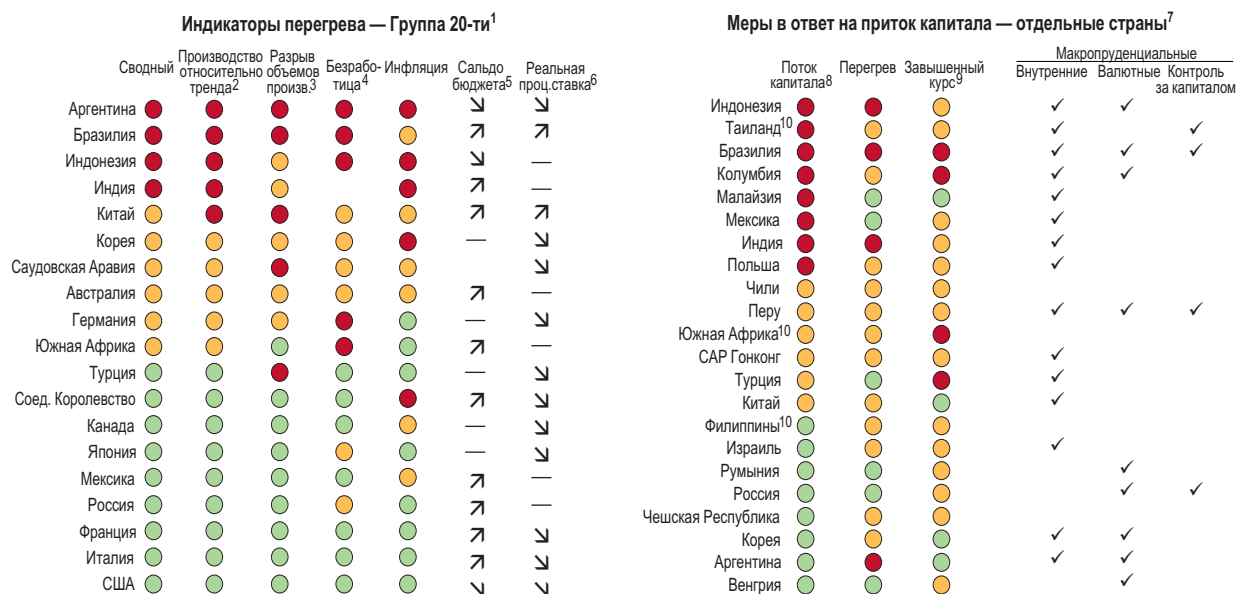
### Странам с формирующимся рынком необходимо остерегаться перегрева и кредитных бумов

Во многих странах с формирующимся рынком и развивающихся странах объем производства уже сейчас выше докризисных трендов, что позволяет предположить, что процесс восстановления завершен и имеет место рост. Объем производства всех стран с формирующимся рынком и развивающихся стран приближительно на 2½ процента выше докризисных трендов (1997–2006 годы) (рис. 1.14, нижняя панель). Во многих из ведущих стран с формирующимся рынком, кроме Центральной и Восточной Европы и СНГ, уровни безработицы сейчас ниже докризисных уровней. Общий уровень инфляции превышает 6 процентов, по сравнению с 5¾ процента в январе 2010 года; без учета Индии, уровень инфляции повысился на 1¼ процента<sup>14</sup>. За тот же период базовая инфляция повысилась с примерно 2 процентов до 3¾ процента, что говорит о расширении инфляционного давления. В ряде более крупных стран общий уровень инфляции близок к целевым показателям центральных банков или пре-

<sup>14</sup>В Индии ИПЦ для работников промышленности указывает на то, что инфляция снизилась с приблизительно 16 процентов в январе 2010 года до менее 10 процентов в декабре 2010 года, чему способствовали меньшие темпы роста цен на продукты питания в результате увеличения объема сельскохозяйственного производства после спада, вызванного засухой. Тем не менее, инфляция упорно остается высокой, существенно выше заявленной цели центрального банка.

Рисунок 1.15. Индикаторы перегрева и потоки капитала

В числе стран Группы 20-ти все большее число стран с формирующимся рынком и несколько стран с развитой экономикой близки к перегреву экономики или уже испытывают перегрев. Макроэкономическая политика в этих странах все еще остается адаптивной. Притоки капитала также восстановились, в ряде стран с формирующимся рынком превысив докризисные средние уровни. Ввиду ограниченной возможности применять меры контроля за капиталом, эти страны широко используют макропруденциальные меры.



Источники: Naver Analytics и расчеты персонала МВФ.

<sup>1</sup>По каждому индикатору кроме инфляции для стран устанавливаются цветовые коды — «сигналы светофора» — в зависимости от их положения относительно других стран Группы 20-ти. По инфляции странам с режимом таргетирования инфляции присваивается красный сигнал, если инфляция превышает верхнюю границу их целевого диапазона, и желтый, если инфляция находится в верхней половине целевого диапазона; в случае стран, не применяющих таргетирование, красный сигнал обозначает высокую инфляцию по сравнению с прошлым, а желтый указывает на повышающуюся инфляцию (сверх умеренных уровней по историческим меркам). Индикаторы для отдельных стран различаются в силу идиосинкразических факторов (например, для Южной Африки показан красный сигнал по безработице, поскольку ее уровень в настоящее время ниже, чем до кризиса, хотя безработица все еще превышает 20 процентов). По этой причине график включает сводную колонку, показывающую усредненное значение индивидуальных индикаторов; порядковая позиция страны определяется по этому среднему уровню.

<sup>2</sup>Объем производства сверх докризисного тренда указывается красным сигналом. Объем производства менее 95 процентов тренда указывается зеленым сигналом.

<sup>3</sup>Индикатор безработицы основан на сопоставлении текущих уровней безработицы со средними докризисными уровнями в период с 2002 по 2007 год.

<sup>4</sup>Разрыв между фактическим и потенциальным объемами производства выше нуля указывается красным сигналом. Разрыв объемов производства менее 2 процентов отмечается зеленым сигналом.

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

<sup>6</sup>Реальные ставки интервенции ниже нуля указываются нисходящей стрелкой, а реальные ставки интервенции выше 3 процентов — восходящей стрелкой.

<sup>7</sup>Для целей настоящего рисунка меры политики разделяются на три категории: 1) внутренние макропруденциальные меры — ориентированные на деятельность банков внутри страны, такие как лимиты отношения суммы кредита к стоимости залога; 2) валютные меры, направленные на ограничение риска колебаний валютных курсов для учреждений и резидентов; 3) меры контроля за капиталом, применяющие различные режимы для резидентов и нерезидентов.

<sup>8</sup>Валовые потоки капитала за прошедший год по сравнению со средним уровнем в 2000–2007 годах. Текущие потоки выше 150 процентов среднего уровня отмечаются красным сигналом; желтый сигнал обозначает потоки выше 100 процентов. Страны располагаются в списке по этому коэффициенту.

<sup>9</sup>Страны с обменными курсами выше соответствующих среднесрочных детерминантам отмечаются красным сигналом. Страны с обменными курсами ниже соответствующих среднесрочных детерминантам отмечаются зеленым сигналом.

<sup>10</sup>Страна смягчила ограничения на вывоз капитала.

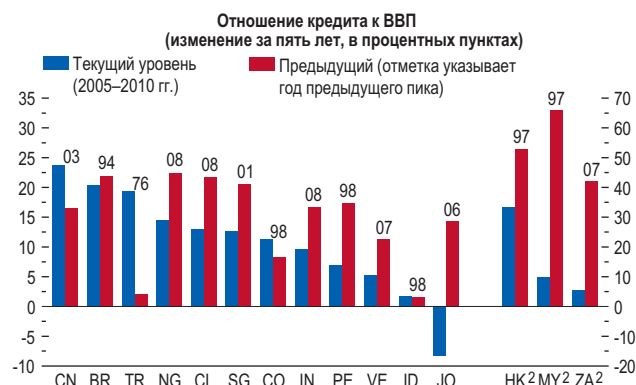
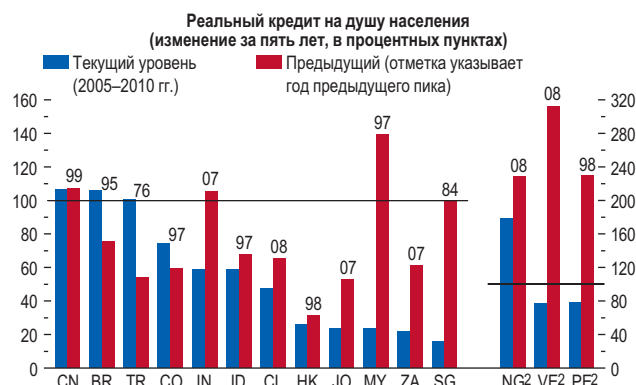
вышает их (рис. 1.15, левая панель). Кроме того, некоторые страны переживают кредитный бум.

- Объем производства развивающихся стран Азии и Латинской Америки в настоящее время выше трендовых уровней 1997–2006 годов, соответственно на 7 процентов и 2 процента. В некоторых ведущих странах отмечаются явные признаки существенного положительного разрыва. В Аргентине и Индонезии объем производства примерно на 13–15 процентов выше

докризисных трендов; в Бразилии и Индии он выше примерно на 7 процентов. Прогнозы ПРМЭ предполагают, что потенциальные темпы роста в этих странах в последнее время были выше, чем в среднем в 1997–2006 годах: соответственно, они в основном оценивают разрыв между фактическим и потенциальным объемами производства для этих стран в диапазоне положительных значений от нуля до 1½ процента. В Китае объем производства также существенно выше докри-

**Рисунок 1.16. Страны с формирующимся рынком, в которых быстро растет объем кредитования<sup>1</sup>**

В ряде ведущих стран с формирующимся рынком (СФР) и нескольких странах с развитой экономикой, имеющих тесные связи с этими странами, происходит очень динамичный рост кредита и цен на активы. СФР с такими характеристиками производят около четверти мирового ВВП по паритету покупательной способности, или около половины выпуска СФР. Кроме того, в этих странах в течение ряда лет относительно быстро растет уровень кредита, что вызывает опасения относительно качества этого кредита.



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

<sup>1</sup> BR — Бразилия, CL — Чили, CN — Китай, CO: Колумбия, HK — САР Гонконг, ID — Индонезия, IN — Индия, JO — Иордания, MY: Малайзия, NG — Нигерия, PE — Перу, SG — Сингапур, TR — Турция, VE — Венесуэла, ZA — Южная Африка.

<sup>2</sup> Правая шкала.

зисных трендов, хотя значительно большие инвестиции в производственные мощности, чем в других странах, снижают ограничения, обусловленные имеющимися мощностями. Во многих из этих стран как общий уровень инфляции, так и базовая инфляция либо повышаются с низких уровней, либо уже довольно высоки.

- В странах Африки к югу от Сахары и странах Ближнего Востока и Северной Африки объем производства в целом вернулся к докризисным трендам. В некоторых из этих стран уровень инфляции уже повысился; давление будет нарастать, в том числе вследствие повышения активности в секторах биржевых товаров.
- В Мексике, России и Турции объем производства существенно ниже докризисных трендов. Прогнозы ПРМЭ позволяют предположить, что значительная часть сокращения объема производства относительно трендов 1997–2006 годов носит постоянный характер, и, следовательно, указывают на значительно меньший или сокращающийся отрицательный разрыв между фактическим и потенциальным объемами производства; в отношении Турции они даже указывают на положительный разрыв.

В то же время в ряде ведущих стран с формирующимся рынком и в нескольких странах с развитой экономикой, имеющих тесные связи с этими странами, наблюдается очень динамичный рост кредита и цен на активы (рис. 1.16, верхняя панель). На эту группу стран приходится около четверти мирового ВВП по паритету покупательной способности или около половины объема производства стран с формирующимся рынком и развивающихся стран. Вопрос в том, испытывают ли они такой кредитный бум, который неизбежно заканчивается спадом. Имеющиеся данные в этом отношении не обнадеживают.

- Динамика кредита и цен на активы в Китае и САР Гонконг настораживает, поскольку ей присущи характеристики бума (рис. 1.16, средняя и нижняя панели)<sup>15</sup>. В обеих странах официальные органы принимают различные макроprudенциальные меры для обуздания эксцессов и готовы предпринять дополнительные действия. В Китае официальные органы регулируют объем

<sup>15</sup>Чтобы установить наличие «кредитного бума», реальный кредит и отношение кредита к ВВП освобождаются от тренда посредством фильтра Ходрика-Прескота по методам, используемым в работах Mendoza and Terrones (2008) и Gourinchas, Valdés and Landerretche (2001). Кредитный бум имеет место, когда циклический компонент кредита превышает средний ретроспективный циклический компонент на величину 1,75 стандартного отклонения переменной кредита.

кредита, увеличили резервные требования и неоднократно повышали процентные ставки. Тем не менее, в обеих странах темпы роста кредита остаются высокими по сравнению с периодами перед предыдущими бумами и спадами кредитования, и усиливается обеспокоенность относительно возможных резких корректировок цен на недвижимость и их последствий.

- В Бразилии, Колумбии, Индии, Индонезии и Турции заметно повысились темпы роста реального объема кредита, которые теперь в основном близки к диапазону от 10 до 20 процентов или существенно выше нижней границы этого диапазона (и еще выше в Турции). За последние пять лет объем кредита на душу населения в этих странах почти удвоился в реальном выражении. Это близко к темпам прироста, которые были до предыдущих кредитных бумов и спадов (рис. 1.16, средняя и нижняя панели)<sup>16</sup>. Другие характерные признаки возникновения кредитного бума включают ускоряющуюся инфляцию и быстрое повышение цен на недвижимость. В Индии темпы роста кредита только начинают вновь повышаться, после того как бум, продолжавшийся в течение значительной части 2007 года, сменился резким снижением темпов в 2008–2009 годах. Тем не менее, если рассмотреть пятилетний период, рост реального кредита на душу населения был очень динамичным, причем значительная его часть направлялась в сектор недвижимости и на крупные инфраструктурные проекты. Аналогичные соображения касаются Перу, где кредиты также предоставляются вне банковской системы<sup>17</sup>.
- В Малайзии и Сингапуре ситуация развивается менее динамично. Рост реального кредита в этих странах лишь несколько раз за последние пять лет превышал 10 процентов. Как необработанные данные, так и показатели кредита с поправками на сезонные факторы указывают на то, что существующие условия не соответствуют тем, которые наблюдались накануне предыдущих спадов. Вместе с тем, их реальные обменные курсы значительно повысились, и рынки активов переживают бум.

<sup>16</sup>Рост кредита происходит уже довольно давно. Поскольку при использовании упомянутых методов исключения тренда значительная часть этого прироста не учитывается, ситуация в этих странах не отвечает обязательным критериям строгого определения кредитного бума.

<sup>17</sup>В Нигерии в 2009 году выяснилось, что после кредитного бума в предшествующие годы ряд банков оказались неплатежеспособными или не обладали достаточным капиталом.

### **Необходимо ужесточить макроэкономическую и пруденциальную политику**

Имеется риск того, что эти условия, близкие к буму, могут усилиться в предстоящий год. Инфляционное давление, вероятно, будет далее нарастать ввиду все более жестких ограничений производственных мощностей, и значительное повышение цен на продукты питания и энергоносители, имеющие большой вес в потребительской корзине, будет вызывать требования повышения заработной платы. Реальные процентные ставки все еще низки. Налогово-бюджетная политика остается намного более адаптивной, чем до кризиса, и возможен рост государственных расходов из-за увеличения расходов на продовольственные субсидии. Увеличивается доля заемных средств в балансах домашних хозяйств вследствие быстрого роста как потребительского, так и ипотечного кредитования. Кроме того, в странах с развитой экономикой, вероятно, будет расти спрос на экспорт по мере дальнейшего подъема потребления товаров длительного пользования и инвестиций.

### **Цены на продовольствие и энергоносители создают значительные риски эффектов второго порядка**

Риск витка инфляции из-за повышения цен на продовольствие и энергоносители намного больше в странах с формирующимся рынком и развивающихся странах, чем в странах с развитой экономикой. Домашние хозяйства, как правило, тратят значительную долю своего дохода на продукты питания и энергоносители (рис. 1.14, средняя панель). Кроме того, избыточные мощности в основном уже выбраны или быстро истощаются, а органы денежно-кредитного регулирования в той или иной степени все еще восстанавливают утраченное доверие. Шоки цен на продукты питания особенно тяжело сказались на малоимущих, вызвав политические требования повышения зарплаты и введения более адаптивной налогово-бюджетной политики; эти проблемы следует решать посредством адресных программ социальной поддержки. Кроме того, в дальнейшем возможно непредвиденное повышение цен на нефть.

### **Ставки интервенции представляются слишком низкими**

Денежно-кредитные условия представляются очень адаптивными во многих странах с формирующимся рынком (рис. 1.11, средняя панель). Ряд этих стран уже повысили ставки интервенции (напри-

мер, Бразилия, Китай, Индия, Индонезия, Малайзия, Перу, Польша, Россия, Таиланд, Уругвай), увеличили нормативы наличных резервов (например, Китай, Индия, Индонезия, Россия, Турция) или ограничили рост кредита (например, Китай). Однако реальные процентные ставки во многих из этих стран остаются намного ниже докризисных уровней, и ожидается, что ужесточение политики будет меньшим, чем требуется (рис. 1.11, нижняя панель).

***Налогово-бюджетная политика представляется слишком адаптивной, учитывая высокий уровень активности***

Хотя растущие цены на биржевые товары и активы придали непредвиденный импульс государственным доходам, согласно текущим прогнозам, снижение дефицита бюджетов в странах с формирующимся рынком и развивающихся странах будет ограниченным, приблизительно 1½ процентного пункта ВВП в 2011 году (рис. 1.12, верхняя панель) и ½ процентного пункта в 2012 году. Дефицит все еще составит около 1 процента ВВП в 2012 году, хотя ожидается, что темпы роста производства будут выше докризисного тренда. В 2006–2008 годах бюджеты в этих странах, напротив, были профицитными. Хотя ожидается, что отношение долга к ВВП снизится в результате устойчивого роста объема производства, ряду стран с формирующимся рынком, имеющих высокий государственный долг, следует воспользоваться высоким уровнем активности и доходом от улучшения условий торговли, чтобы расширить свое бюджетное пространство для маневра.

***Необходимо в различной степени ужесточить экономическую политику***

Многим странам с формирующимся рынком необходимо ужесточить политику, чтобы снизить риск «жесткой посадки». Требования различаются в зависимости от циклических и внешних позиций, и в главе 2 приводятся более подробные оценки по различным регионам. В большинстве стран необходимым условием представляется дальнейшее свертывание адаптивной денежно-кредитной политики, как и ужесточение пруденциального регулирования, чтобы сдерживать быстрый рост в секторе недвижимости и некоторых других секторах. Странам с высокими уровнями государственного долга (например, Бразилии, Индии) следует воспользоваться благоприятными циклическими условиями для укрепления своих государственных балансов. Кроме того, в большинстве стран целесообразно некоторое повышение обменного курса ввиду обу-

словленного циклом высокого профицита счета текущих операций (например, в Китае), улучшения условий торговли или большей устойчивости к шокам. Короче говоря, меры, требующиеся для достижения внутренней и внешней сбалансированности, имеют в целом общую направленность.

В ряде стран с формирующимся рынком после кризиса произошла небывало резкая смена направления потоков капитала. С началом ужесточения политики в США потоки, возможно резко замедлятся. Это еще одна причина, почему странам с формирующимся рынком следует проводить обоснованную антициклическую внутреннюю экономическую политику и обеспечивать надлежащую адресность банковского регулирования и надзора. При условии проведения надлежащей макроэкономической и пруденциальной политики меры контроля за капиталом могут помочь ограничить ущерб, причиняемый изменчивыми потоками капитала. Более того, когда притоки проходят мимо регулируемых финансовых учреждений и вызывают уязвимость балансов нефинансовых организаций (например, в случае прямого заимствования за рубежом), меры контроля за капиталом могут быть единственным инструментом, имеющимся в распоряжении официальных органов в краткосрочной перспективе. Тем не менее, действенность мер контроля за капиталом в более долгосрочной перспективе остается под вопросом, и пользу от них следует соизмерять с вероятными издержками, в том числе нарушением многосторонних связей. Как поясняется в главе 4, в среднесрочной перспективе наличие более емких финансовых рынков и рынков продукции с более тщательным надзором и регулированием имеет важнейшее значение для ограничения факторов уязвимости, связанных с изменчивыми потоками капитала.

В странах, где реальный обменный курс завышен относительно среднесрочных детерминант в большей степени, чем это можно обосновать серьезными проблемами ввиду того, что эти страны находятся на более продвинутом этапе цикла, и где дальнейшее накопление резервов представляется нежелательным, макроэкономические и пруденциальные меры могут дополняться мерами контроля для ограничения притоков капитала. Однако директивным органам необходимо учитывать, что такие меры не заменяют общего ужесточения макроэкономической политики. Анализ действий стран с формирующимся рынком за последнее время свидетельствует о том, что меры контроля за капиталом применялись в ограниченной степени; в странах, где они введены, налогово-бюджет-



ная политика нередко ужесточалась, но в некоторых случаях недостаточно, чтобы противодействовать растущему давлению на реальные процентные ставки и усиливающимся ограничениям производственных мощностей (см. рис. 1.15).

### Отсутствует прогресс в перебалансировании мирового спроса

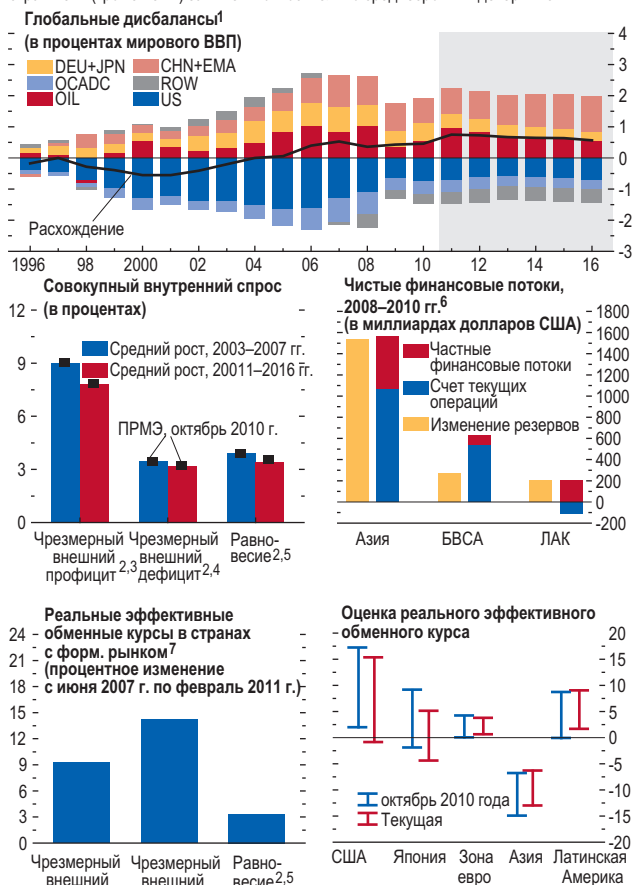
В предыдущих выпусках «Перспектив развития мировой экономики» подчеркивалась важность перебалансирования мирового спроса для устойчивого и здорового подъема, с увеличением чистого экспорта в странах, имеющих дефицит, и уменьшением чистого экспорта в странах, имеющих профицит, в частности, в странах Азии с формирующимся рынком. Эти два процесса тесно взаимосвязаны, поскольку повышение чистого экспорта в странах с развитой экономикой компенсирует снижение спроса, которого можно ожидать в результате бюджетной консолидации. Потоки капитала стимулируют перераспределение мирового спроса в направлении стран с формирующимся рынком. Тем не менее, непропорционально большая часть бремени перебалансирования спроса с начала кризиса ложится на страны, которые не имеют значительного профицита по счетам текущих операций, но привлекают финансовые потоки вследствие открытости и емкости их рынков капитала (рис. 1.17, нижняя панель).

Сальдо счетов текущих операций ведущих стран, имеющих профицит (например, Китая, Японии и экспортеров нефти) уменьшилось, как и сальдо стран, имеющих дефицит (например, США, Испании и восточной Европы) (рис. 1.17, верхняя панель). Однако это происходит главным образом за счет снижения темпов роста спроса в странах, имеющих дефицит, а не более быстрого роста спроса в странах, имеющих профицит<sup>18</sup>. Это отражает как структурные факторы (например, снижение ожиданий относительно будущих доходов в странах, имеющих дефицит, и повышение курса иены), так и циклические факторы (например, пониженный спрос на инвестиционные товары и потребительские товары длительного пользования в странах, имеющих дефицит, и снижение цен для стран-экспортеров биржевых товаров, имеющих профицит). Этому процессу способствовали временные бюджетные стимулы в Китае и других

<sup>18</sup>История показывает, что уровни импорта стран, пострадавших от кризиса, могут долгое время оставаться ниже докризисных трендов (см. главу 4 октябрянского выпуска «Перспектив развития мировой экономики» 2010 года).

**Рисунок 1.17. Глобальные дисбалансы**

В среднесрочной перспективе прогнозируется, что глобальные дисбалансы вновь увеличатся, поскольку не ожидается, что темпы роста внутреннего спроса в странах, имеющих большой профицит, будут выше, чем до кризиса. В странах, имеющих дефицит, не ожидается, что темпы роста спроса будут намного ниже, поскольку еще не определены значительные бюджетные корректировки. Накопление резервов в странах, имеющих чрезмерный профицит счета текущих операций, намного превышает приток частного капитала, что обусловлено, прежде всего, обеспокоенностью относительно снижения конкурентоспособности. В странах с формирующимся рынком, имеющих дефицит, курсы валют повысились в непропорциональной степени. Оценка персонала МВФ относительно уровней реальных обменных курсов остается в целом такой же, как в октябре 2010 года; согласно этой оценке, курс доллара США находится на высоком уровне, а валюты стран Азии (кроме иены) занижены относительно среднесрочных детерминант.



Источник: оценки персонала МВФ.  
<sup>1</sup> CHN+EMA: САР Гонконг, Индонезия, Китай, Корея, Малайзия, Сингапур, Таиланд, Тайвань, провинция Китая, и Филиппины; DEU+JPN: Германия и Япония; OCADC (другие страны, имеющие дефицит по счету текущих операций): Болгария, Венгрия, Греция, Ирландия, Испания, Латвия, Литва, Польша, Португалия, Румыния, Словацкая Республика, Словения, Соединенное Королевство, Турция, Хорватия, Чешская Республика, Эстония; OIL: экспортеры нефти; ROW: остальной мир.

<sup>2</sup> Исходя из используемой персоналом МВФ методологии Консультативной группы по вопросам валютных курсов (КГВК). В КГВК входят Австралия, Аргентина, Бразилия, Венгрия, зона евро, Израиль, Индия, Индонезия, Канада, Китай, Колумбия, Корея, Малайзия, Мексика, Пакистан, Польша, Россия, Соединенное Королевство, США, Таиланд, Турция, Чешская Республика, Чили, Швейцария, Швеция, Южная Африка, Япония. Подробное описание методологии расчета завышения или занижения валютного курса см. в Lee and others (2008).

<sup>3</sup> Доля этих стран в мировом ВВП составляет 18,5 процента.

<sup>4</sup> Доля этих стран в мировом ВВП составляет 27,4 процента.

<sup>5</sup> Доля этих стран в мировом ВВП составляет 39,2 процента.

<sup>6</sup> Азия — развивающиеся страны Азии, БВСА — Ближний Восток и Северная Африка, ЛАК — Латинская Америка и Карибский бассейн.

<sup>7</sup> Только страны КГВК с формирующимся рынком.

### Рисунок 1.18. Изменения во внешнеэкономическом секторе

(Индекс, 2000 год = 100, трехмесячное скользящее среднее, если не указано иное)

После значительного снижения курс евро в последнее время вновь несколько укрепился, тогда как курс доллара США немного снизился. Иена продолжала укрепляться, а курс юаня в целом не изменился в реальном эффективном выражении. Курсы валют большинства других стран с формирующимся рынком в основном повышались. Во всех регионах стран с формирующимся рынком и развивающихся стран уровни международных резервов сейчас выше, чем до кризиса.



Источники: МВФ, «Международная финансовая статистика» и расчеты персонала МВФ  
<sup>1</sup> Бахрейн, Джибути, Египет, Иордания, Исламская Республика Иран, Катар, Кувейт, Ливан, Ливия, Объединенные Арабские Эмираты, Оман, Республика Йемен, Саудовская Аравия, Сирийская Арабская Республика, Судан.  
<sup>2</sup> Ботсвана, Буркина-Фасо, Габон, Гана, Гвинея, Замбия, Камерун, Кения, Республика Конго, Кот д'Ивуар, Маврикий, Мадагаскар, Мали, Мозамбик, Намибия, Нигер, Нигерия, Руанда, Сенегал, Танзания, Уганда, Чад, Экваториальная Гвинея, Эфиопия, Южная Африка.  
<sup>3</sup> Страны Азии кроме Китая.  
<sup>4</sup> Болгария, Венгрия, Латвия, Литва, Польша, Румыния, Турция, Хорватия.  
<sup>5</sup> Аргентина, Бразилия, Венесуэла, Колумбия, Мексика, Перу, Чили.  
<sup>6</sup> Состав региональных групп следует классификации ПМРЭ.

странах, имеющих профицит, однако устойчивое положительное перебалансирование — ускорение роста внутреннего спроса в странах, имеющих профицит, относительно докризисных трендов — сыграло лишь небольшую роль (рис. 1.17, средняя панель). Со времени публикации октябрьского выпуска «Перспектив развития мировой экономики» 2010 года страны, имеющие внешний профицит, не добились существенного дальнейшего перебалансирования спроса.

Имела место значительная корректировка реальных эффективных обменных курсов относительно докризисных уровней в странах с развитой экономикой, но лишь ограниченная корректировка в странах с формирующимся рынком, имеющих значительный профицит (рис. 1.18.). Это вызывает напряженность. Страны с формирующимся рынком, имеющие гибкие обменные курсы, открытые счета операций с капиталом и относительно емкие рынки, испытывают значительный приток капитала, вызвавший укрепление их обменных курсов, в некоторых случаях до завышенных уровней (например, в Латинской Америке). Другие страны с регулируемым обменными курсами (например, большинство стран Азии с формирующимся рынком) не склонны допускать ревальвацию, пока системно значимые страны, имеющие профицит, не примут решительных мер.

- Среди стран с развитой экономикой следует особо отметить повышение курса иены и снижение курса фунта стерлингов более чем на 20 процентов в реальном эффективном выражении. Официальные интервенции в последнее время помогли стабилизировать иену на уровнях, близких к курсу до землетрясения, после резкого и неоправданного повышения. Курс евро снизился приблизительно на 10 процентов. Курсы всех трех валют теперь в целом соответствуют среднесрочным детерминантам. Курс доллара США приблизительно на 5 процентов ниже его уровня 2007 года, но все еще остается несколько повышенным относительно детерминант (рис. 1.17, нижняя панель).
- Среди валют стран с формирующимся рынком, имеющих профицит, юань и валюты других стран Азии, имеющих профицит (например, Малайзии, Сингапура и Таиланда) укрепились на 5–10 процентов. Тем не менее, курсы валют стран Азии находятся на низком уровне относительно среднесрочных детерминант (рис. 1.17, нижняя панель). Курс валюты Китая все еще представляется значительно ниже уровня, соответствующего среднесрочным детерминантам; курс корейской воны, которая обесценилась при-

мерно на 25 процентов во время кризиса, также ниже обоснованного уровня.

- Несколько стран с формирующимся рынком несут непропорционально большую долю бремени перебалансирования мирового спроса. Это может быть связано с их более гибкими обменными курсами и более открытыми счетами операций с капиталом, чем у стран с формирующимся рынком в Азии. Валюты стран Латинской Америки в большинстве случаев укрепились в реальном эффективном выражении, как и валюты других стран с формирующимся рынком (см. рис. 1.18, средняя и нижняя панели); это вызывает обеспокоенность относительно снижения конкурентоспособности, например, в Бразилии, Колумбии, Турции и Южной Африке.

Накопление официальных валютных резервов в ведущих странах, имеющих профицит, является существенным препятствием для перебалансирования мирового спроса. В 2008–2010 годах страны Азии, имеющие профицит (прежде всего, Китай) использовали притоки по счетам текущих операций и счетам операций с частным капиталом для накопления резервов (см. рис. 1.17, средняя панель). Хотя, что вполне понятно, эти страны хотели бы иметь достаточно прочный буфер, чтобы защититься от волатильности потоков капитала, представляется, что одним из главных мотивов для формирования валютных резервов является стремление не допустить повышения номинального обменного курса и сохранить конкурентоспособность. В некоторых странах это приводит к задержке требуемых внутренних корректировок, способствуя чрезмерно быстрому росту кредита и бумагам цен на активы; в других стерилизация создает все большую нагрузку на бюджет, существенно не затрагивая коренные причины потоков капитала.

Пессимистическая оценка состояния глобальных дисбалансов и их роли в дальнейшем подъеме подтверждается последними изменениями и прогнозами ПРМЭ. Прогнозируется, что мировые дисбалансы счетов текущих операций будут оставаться значительными (рис. 1.17, верхняя панель). В частности, прогнозы не предусматривают ускорения роста внутреннего спроса относительно докризисных трендов в странах Азии, имеющих чрезмерный профицит счета текущих операций. Похожую картину рисуют и прогнозы сбережений и инвестиций (таблица A16 Статистического приложения). В соответствии со сценарием «мягкой посадки» прогнозируется, что нормы сбережения в развивающихся странах Азии повысятся примерно на 1¼ процентного пункта ВВП в период до конца 2016 года, тогда

как нормы инвестиций будут в основном следовать боковому тренду, аналогично прогнозам в октябрьском выпуске *«Перспектив развития мировой экономики»* 2010 года. Сбережения в развивающихся странах Азии заметно возрастут относительно мирового ВВП и превысят докризисные уровни ориентировочно в 2013 году. Кроме того, как рассматривается во вставке 1.2, если условия в Азии уже сейчас характеризуются большим перегревом, чем следует из прогнозов ПРМЭ, глобальные дисбалансы могут вновь существенно увеличиться, если не допустить повышения обменных курсов.

Страны с формирующимся рынком, имеющие профицит, все еще не решаются допустить укрепление своих валют. Некоторые ссылаются на опыт Японии после соглашения «Плаза» как повод для опасений относительно такой стратегии. Однако анализ этого опыта и опыта других стран позволяет сделать вывод, что перебалансирование с уменьшением доли внешнего спроса может быть достигнуто и без ущерба для динамичного роста<sup>19</sup>. Условия Японии были во многом уникальными, и неудачные результаты после соглашения «Плаза» в значительной мере объяснялись кредитным «пузырем», возникшим после исключительных мер стимулирования экономики в сочетании с дерегулированием финансового сектора. Когда этот пузырь лопнул, выявив глубинные факторы уязвимости, реструктуризация проводилась слишком медленно из-за политико-экономических ограничений (вставка 1.4). Таким образом, опыт Японии подчеркивает важность своевременного принятия корректирующих мер как в странах с формирующимся рынком, так и в странах с развитой экономикой.

Подводя итог, можно отметить, что прогресс перебалансирования мирового спроса остается одной из наиболее серьезных проблем с точки зрения устойчивости подъема в среднесрочной перспективе. В США возможно повышение уровня активности в 2011 году. Отсутствие существенно повышения реального обменного курса, возможно, стимулирует экономическую активность в Китае, параллельно с проведением фундаментальных реформ, призванных стимулировать потребление. Однако если вскоре по-настоящему не начнется проведение бюджетной консолидации в США, обменный курс юаня не станет более рыночным, а различные европейские страны и страны с формирующимся рынком не проведут далеко идущих структурных реформ, то не удастся добиться суще-

<sup>19</sup>См. главу 4 в апрельском выпуске *«Перспектив развития мировой экономики»* 2010 года.

ственных сдвигов в перебалансировании мирового спроса, и в среднесрочной перспективе подъем будет все более непрочным<sup>20</sup>.

## Необходимо снизить безработицу

Безработица создает тяжелые экономические и социальные проблемы, которые усугубляются в странах с формирующимся рынком и развивающихся странах высокими ценами на продукты питания (рис. 1.19). Особенно трудным является положение молодежи. По историческому опыту, в странах Организации экономического сотрудничества и развития уровень безработицы среди молодежи (в возрасте от 15 по 24 лет) примерно в 2½ раза выше, чем среди других групп. Хотя во время рецессий безработица среди молодежи, как правило, резко повышается, в этот раз она возросла больше, чем в прошлом: в группе из восьми стран, по которым имеются длительные временные ряды по молодежной безработице, прирост за время Великой рецессии составил в среднем 6½ процентного пункта, по сравнению с 4 процентными пунктами в периоды предыдущих рецессий.

Тремя линиями защиты от безработицы являются благоприятствующие меры макроэкономической политики, оздоровление финансового сектора и меры на конкретных рынках труда. Ожидается, что денежно-кредитная политика в странах с развитой экономикой будет оставаться либеральной. Вместе с тем, имеется настоятельная необходимость в ускорении реструктуризации и рекапитализации банков, чтобы возобновить кредитование малых и средних компаний, которые обеспечивают большую часть рабочих мест. Временные субсидии на поддержание занятости, ориентированные на эти компании, могли бы помочь возобновить наем работников. Такие программы могут субсидировать трудоустройство многих работников, которые в любом случае нашли бы работу, или привести к замещению существующих работников адресной группой безработных<sup>21</sup>. Однако в той степени, в которой эти субсидии достаются малым и средним компаниям, они, по крайней мере, могут помочь смягчить воздействие все еще ограниченного банковского кредитования. Там, где безработица повысилась в силу структурных причин или была высокой еще

до кризиса, важнейшее значение для создания большего числа рабочих мест имеют более широкие реформы рынков труда и продукции.

Тяжелое и возрастающее бремя безработицы среди молодежи создает риски подрыва социальной сплоченности<sup>22</sup>. Молодежная безработица обычно высока в странах, где рынки труда предоставляют значительные гарантии занятости опытным работникам, устанавливают высокую минимальную зарплату и не обеспечивают достаточных программ ученичества и профессиональной подготовки. Во многих странах с формирующимся рынком и развивающихся странах высокие гарантии занятости для существующих работников в официальном секторе приводят к перетеканию занятости, особенно среди молодежи, в неофициальный сектор. В этих условиях правильным решением будет найти «золотую середину» — посредством надлежащего регулирования рынков труда и продукции — между защищенным/ официальным и незащищенным/ неофициальным сегментами рынка труда. Например, Испания начала проводить реформы в этом направлении. Снижение фиксированных издержек создания рабочих мест способствует найму рабочей силы в периоды высокой неопределенности. Кроме того, необходимы действенные программы ученичества для тех, кто не имеет возможности получить высшее образование.

## Меры политики еще недостаточно активны

Многие давние задачи экономической политики не решаются, в то время как новые задачи становятся все более актуальными. Прежние задачи, которые остаются весьма настоятельными, включают оздоровление и реформу финансового сектора, составление среднесрочных планов бюджетной консолидации и реформ социальных программ в странах с развитой экономикой и проведение курсовой и структурной политики, способствующей перебалансированию мирового спроса в странах с формирующимся рынком, имеющих большой внешний профицит. Основные новые задачи связаны с перебоями в предложении биржевых товаров и растущими макроэко-

<sup>22</sup>Обследования, проведенные в США с 1972 по 2006 год, показали, что лица, пережившие рецессию в годы своего становления, в возрасте от 18 до 25 лет, меньше верят в возможность преуспеть благодаря собственным усилиям, больше склонны видеть неравенство и менее доверяют государственным учреждениям (см. Giuliano and Spilimbergo, 2009). Имеются также свидетельства того, что те, кто был безработным в возрасте от 18 до 25 лет, испытывают наиболее сильные негативные последствия с точки зрения общей суммы заработка за трудовую жизнь (см. Kahn, 2010).

<sup>20</sup>См. полномасштабный сценарий, иллюстрирующий преимущества совместных действий в этих направлениях, в Group of Twenty (2010).

<sup>21</sup>См. главу 3 апрельского выпуска «Перспектив развития мировой экономики» 2010 года.

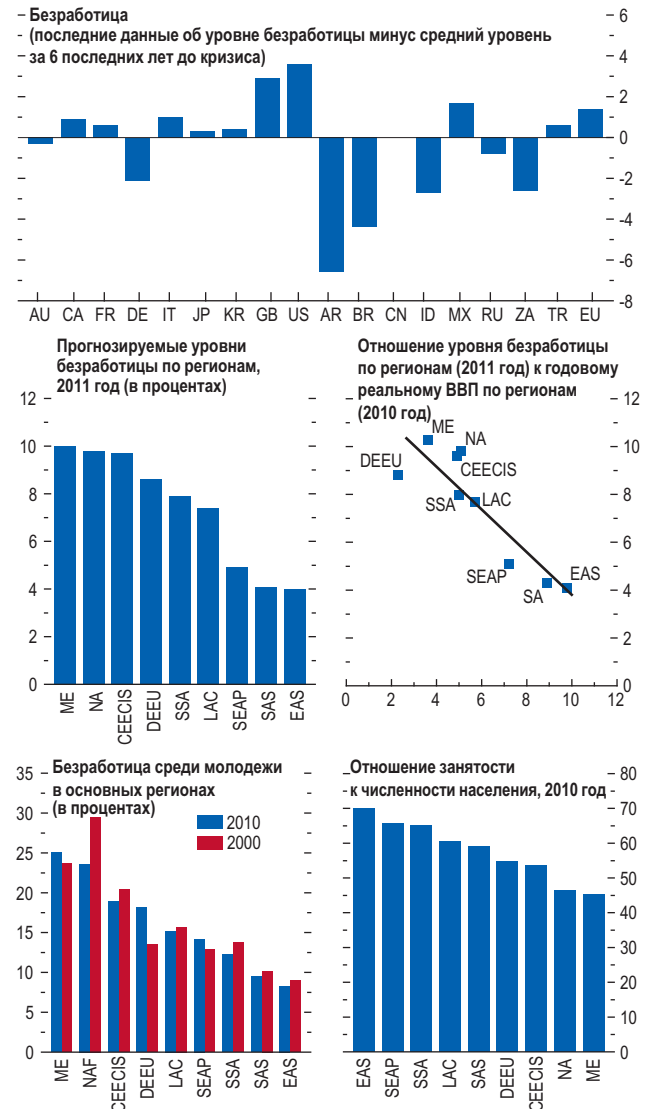
номическими и финансовыми рисками в ведущих странах с формирующимся рынком. Между тем, уровень безработицы очень высок во многих странах с развитой экономикой и ряде стран с формирующимся рынком. Для повышения темпов роста производства и занятости необходимо решить ряд задач макроэкономической и финансовой политики.

Странам с развитой экономикой настоятельно необходимо добиться более существенных результатов в решении среднесрочных проблем. К наиболее приоритетным задачам относятся оздоровление и реформы финансового сектора и среднесрочная бюджетная консолидация. Меры в отношении финансового сектора имеют решающее значение для скорейшей нормализации макроэкономической политики, которая помогла бы предотвратить накопление новых дисбалансов, в том числе в странах с формирующимся рынком. В целом, более определенные перспективы политики могли бы способствовать подъему инвестиций и занятости, и в то же время стабилизировать ситуацию на финансовых рынках.

Многие страны с формирующимся рынком и развивающиеся страны, как представляется, за прошедшее десятилетие значительно улучшили соотношение объема производства и инфляции, аналогично периоду, получившему название «Великая умеренность», в странах с развитой экономикой. Задача для стран с формирующимся рынком и некоторых развивающихся стран состоит в том, чтобы не допустить подрыва этой «реальной» умеренности в результате повышения цен на продовольствие и биржевые товары и нарастания финансовых эксцессов. Поскольку изменения в денежно-кредитной или налогово-бюджетной политике сказываются на экономике лишь с существенным лагом, директивным органам нужно действовать уже сейчас, чтобы предотвратить новый цикл бумов и спадов. Характер надлежащих мер различается между странами, в зависимости от фазы экономического цикла и внешних условий. Вместе с тем, во многих странах с формирующимся рынком необходимо ужесточить макроэкономическую политику. В странах с формирующимся рынком, имеющих значительный внешний профицит, необходимо укрепление обменного курса, чтобы поддерживать внутреннее равновесие, то есть сдерживать инфляционное давление и чрезмерный рост кредита, и содействовать перебалансированию мирового спроса. Пруденциальные инструменты и меры контроля за капиталом могут сыграть полезную дополняющую роль, но не должны заменять собой ужесточение макроэкономической политики. Меры социальной политики должны обеспечить малоимущим достаточную защиту от высоких цен на продукты питания.

**Рисунок 1.19. Безработица<sup>1</sup>**

Безработица остается выше докризисных уровней во многих странах, в том числе в США. В мировом масштабе в этом году ожидается средний уровень безработицы около 6 процентов, от 4 процентов в Восточной Азии до 10 процентов на Ближнем Востоке. Прогнозируется, что уровни безработицы будут ниже в тех регионах, которые имели более высокие темпы экономического роста в прошлом году. Безработица среди молодежи остается высокой, 25 процентов на Ближнем Востоке и от 15 до 20 процентов в других регионах. Многие регионы, испытывающие демографическое давление, имеют низкое соотношение занятости и общей численности населения; это позволяет предположить, что многие люди вынуждены работать в неформальном секторе.



Источники: Navet Analytics, Международная организация труда и оценки персонала МВФ.  
<sup>1</sup> AR — Аргентина, AU — Австралия, BR — Бразилия, CA — Канада, CEECIS — Центральная и Восточная Европа и Содружество Независимых Государств, CN — Китай, DE — Германия, DEEU — страны с развитой экономикой и Европейский союз, EAS — Восточная Азия, ES — Испания, EU — зона евро, FR — Франция, GB — Соединенное Королевство, ID — Индонезия, IT — Италия, JP — Япония, KR — Корея, LAC — Латинская Америка и Карибский бассейн, ME — Ближний Восток, MX — Мексика, NAF — Северная Африка, RU — Россия, SAS — Южная Азия, SE — Швеция, SEAP — Юго-Восточная Азия и Тихоокеанский бассейн, SSA — Африка к югу от Сахары, TR — Турция, US — США, ZA — Южная Африка.

Достижение более существенных результатов в перебалансировании мирового спроса является неизменным условием для того, чтобы поставить экономический подъем на более прочную основу в среднесрочной перспективе. Это потребует действий многих стран, в частности, бюджетной корректировки в основных странах, имеющих внешний дефицит, и повышения гибкости обменных курсов и проведения структурных реформ, чтобы устранить искажения, стимулирующие сбережения, в ведущих странах, имеющих профицит.

Обрисованные здесь общие контуры макроэкономической политики были очень положительно восприняты на совещании Группы 20-ти в Сеуле в ноябре 2010 года. Однако теперь, когда наиболее острый период кризиса уже позади, осознание необходимости безотлагательных действий и готовность к сотрудничеству среди директивных органов идут на убыль. Было бы ошибкой, если бы страны с развитой экономикой отложили бюджетную консолидацию, пока страны с формирующимся рынком, имеющие профицит, не устранят искажения, сдерживающие перебалансирование мирового спроса. Хотя устранение искажений, стимулирующих сбережения в основных странах с формирующимся рынком, имеющих внешний профицит, способствовало бы росту и помогло бы добиться бюджетной консолидации в ведущих странах с развитой экономикой, недостаточное продвижение в этом направлении не должно служить поводом для бездействия в налогово-бюджетной сфере. Кроме того, многие страны с формирующимся рынком не могут себе позволить ждать, пока страны с развитой экономикой не ужесточат свою политику, прежде чем самим предпринять существенное ужесточение. Перед директивными органами стоит задача убедить свои национальные сообщества в том, что эти меры отвечают их экономическим интересам, независимо от действий других стран.

Директивные органы не должны допустить того, чтобы корректировки и структурные реформы ослабили поддержку глобализации. С одной стороны, обнадеживает, что в период Великой рецессии страны не прибегали к протекционизму. С другой стороны, тревожит, по-видимому, ослабевающая поддержка открытости рынков, о чем свидетельствует, например, неудовлетворительный прогресс раунда переговоров, начатых в Дохе. Открытая торговля является мощным двигателем роста. Если политика расходов и налогообложения и структурные реформы не способствуют поддержке глобализации населения, существует риск того, что активность в странах с развитой экономикой, а также странах с формиру-

ющимся рынком и развивающихся странах перейдет на значительно более низкую траекторию роста по сравнению с наблюдавшейся в течение десятилетия, предшествовавшего кризису. В связи с этим директивным органам необходимо уделять как никогда пристальное внимание воздействию проводимой корректировки на распределение доходов.

## Приложение 1.1. Индексы финансовых условий

*Автором настоящего приложения является Трой Матесон.*

Индексы финансовых условий (ИФУ) были разработаны недавно для США и зоны евро с целью использования при оценке текущих финансовых условий и их возможного изменения в среднесрочной перспективе<sup>23</sup>. В настоящем приложении рассматриваются методология и индикаторы, которые использовались для разработки ИФУ, дается краткое описание порядка прогнозирования ИФУ, и ретроспективно оцениваются основанные на ИФУ прогнозы разрыва между фактическим и потенциальным объемом производства.

В целом, ИФУ могут рассматриваться как средне-взвешенные значения различных индикаторов финансовых условий. Они стандартизованы с нулевым медианным значением и стандартным отклонением, равным 1 (положительные значения отражают ужесточение, а отрицательные — смягчение финансовых условий). Одна из полезных особенностей ИФУ состоит в возможности разложения их на воздействия каждого из индикаторов, использованных при их построении. На рис. 1.20 показаны ИФУ по США и зоне евро, наряду с общим вкладом трех видов индикаторов: спредов (процентные ставки, процентные спреды, кривые доходности), цен (обменные курсы, цены) и количества (деньги, кредит, обследования банковского кредитования).

### Оценка ИФУ

ИФУ оцениваются с использованием динамической факторной модели (ДФМ)<sup>24</sup>. ДФМ предполагает, что каждый стандартизованный индикатор финансовых условий,  $y_p$ , может быть разложен на общий компонент,  $\chi_p$ , и специфический компонент,  $\varepsilon_p$ .

<sup>23</sup>Swiston (2008) разработал ИФУ для США, используя методологию, отличную от применяемой здесь.

<sup>24</sup>См. Giannone, Reichlin, and Small (2008); Matheson (2010, 2011); и Liu, Romeu, and Matheson (готовится к выпуску). Подробные допущения в основе этой модели и порядок ее расчета посредством фильтра Кальмана описаны в работе Giannone, Reighlin, and Sala (2005).

Общий компонент передает основную часть ковариации между  $y_t$  и другими индикаторами в наборе данных, тогда как предполагается, что специфический компонент главным образом затрагивает только  $y_t$ :

$$y_t = \chi_t + \varepsilon_t, \text{ где } \varepsilon_t \sim N(0, \psi), \quad (\text{A.1.1.1})$$

где  $\chi_t = \lambda F_t$ . Таким образом, общий компонент представляет собой просто приведенный к масштабу общий фактор,  $F_t$ , который оценивается с использованием всего набора финансовых индикаторов. ИФУ, по определению, являются этим общим фактором.

Динамика ИФУ передается процессом авторегрессии:

$$F_t = \sum_{i=1}^p \beta_i F_{t-i} + v_t, \text{ где } v_t \sim N(0, 1), \quad (\text{A.1.1.2})$$

где  $\beta_i$  — коэффициенты, а  $p$  — длина лага процесса. Длина лага,  $p$ , избирается с использованием информационных критериев Шварца-Байеса (ИКШБ).

Одним из важных преимуществ этой основы является то, что ИФУ можно рассчитывать при отсутствующих значениях некоторых индикаторов из-за лагов публикации, что позволяет своевременно использовать всю имеющуюся информацию.

### Описание данных

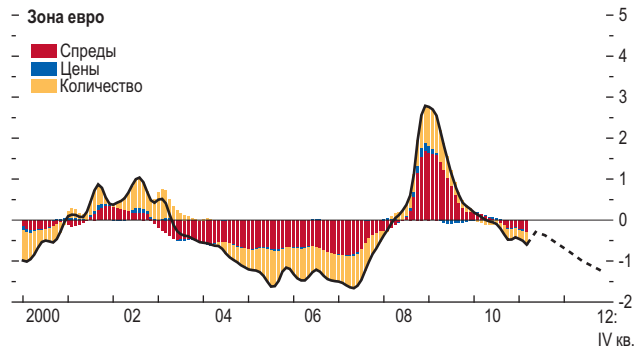
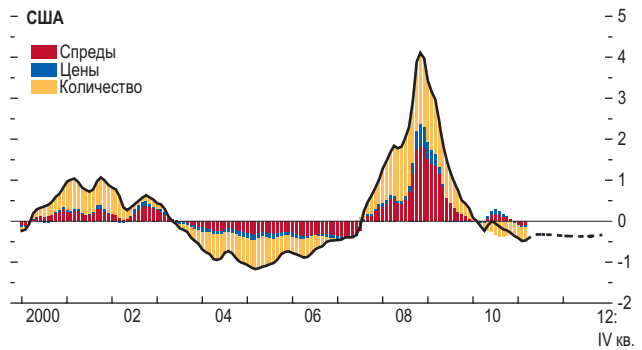
Для каждой страны одним из важнейших шагов является отбор данных из широкого множества финансовых индикаторов. Большинство рядов измеряются с месячной периодичностью, а остальные — ежедневно или ежеквартально. До выполнения оценки все ряды переводятся в месячные данные, в случае необходимости освобождаются от долгосрочных трендов (нестационарность) и стандартизируются<sup>25</sup>. Используемый здесь период выборки ИФУ начинается с 1994 года. Индикаторы, которые отсутствуют за весь период, такие как данные обследований по зоне евро, переносятся на прошедшие периоды с использованием ДФМ. На практике ИФУ прогнозируются до конца квартала, за который имеются последние финансовые индикаторы.

Индикаторы, используемые в ИФУ по каждой стране, и информация о порядке классификации и преобразования индикаторов изложены в таблицах, имеющихся в Интернете ([www.imf.org/weoforum](http://www.imf.org/weoforum)). Эти таблицы также содержат оценки нагрузок факторов,  $\chi$ , отражающих вес каждого индикатора.

<sup>25</sup>Квартальные ряды интерполируются, а дневные ряды переводятся в среднемесячные. Разница квартальных логарифмов рассматривается для нестационарных индикаторов. Остальные индикаторы не преобразуются.

**Рисунок 1.20. Индекс финансовых условий<sup>1</sup>**

(Положительный — ужесточение; стандартные отклонения от среднего значения)



Источники: Haver Analytics и расчеты персонала МВФ.

<sup>1</sup> Ретроспективные данные приводятся ежемесячно, а прогнозы (пунктирные линии) поквартально.

Каждая нагрузка может иметь положительное или отрицательное значение, в зависимости от того, означает ли высокое или низкое значение соответствующего индикатора ужесточение или смягчение финансовых условий. Данные опроса старших кредитных инспекторов (ОСКИ) (в которых положительная величина указывает на ужесточение финансовых условий) в основном имеют высокие положительные нагрузки факторов. Некоторые из индикаторов в категории «спреды» также имеют высокие нагрузки факторов, такие как спред между корпоративными облигациями с рейтингом ВАА и 10-летними государственными облигациями в США и спред между высокодоходными корпоративными и 10-летними государственными облигациями в зоне евро. Отрицательные нагрузки в основном преобладают в категориях «цены» ввиду тенденции повышения цен при смягчении финансовых условий.

### Прогнозирование финансовых условий

Для прогнозирования ИФУ мы принимаем следующую базисную квартальную векторную авторегрессионную модель (VAR) закрытой экономики:

$$\begin{bmatrix} Y_t \\ \pi_t \\ r_t \end{bmatrix} = \sum_{i=1}^k \begin{bmatrix} A_{Y,Y,i} & A_{Y,\pi,i} & A_{Y,r,i} \\ A_{\pi,Y,i} & A_{\pi,\pi,i} & A_{\pi,r,i} \\ A_{r,Y,i} & A_{r,\pi,i} & A_{r,r,i} \end{bmatrix} \begin{bmatrix} Y_{t-i} \\ \pi_{t-i} \\ r_{t-i} \end{bmatrix} + \begin{bmatrix} \mu_{Y,t} \\ \mu_{\pi,t} \\ \mu_{r,t} \end{bmatrix}, \quad (\text{A.1.1.3})$$

где  $Y_t$  — разрыв между фактическим и потенциальным объемом производства,  $\pi_t$  — общий уровень инфляции, а  $r_t$  — краткосрочная реальная процентная ставка,  $\mu_s$  — остатки,  $k$  — длина лага процесса)<sup>26</sup>. Для каждой страны ИФУ добавляется к этой базисной VAR, и прогнозы ИФУ обусловлены прогнозируемыми траекториями других переменных. В частности, с учетом прогнозов разрыва между фактическим и потенциальным объемом производства, инфляции и реальных процентных ставок<sup>27</sup>, расширенная VAR, по-существу, используется для ретроспективного анализа подразумеваемого прогноза ИФУ.

### Результаты прогнозирования

Проводится оценка прогноза за пределами выборки за период с первого квартала 2004 года по на-

<sup>26</sup>Медианные значения инфляции и реальной процентной ставки приравниваются к нулю до выполнения оценки.

<sup>27</sup>Эти прогнозы получены из значительно большей по размеру и более сложной модели — глобальной прогнозной модели (ГПМ) (Sarabenciov et al, готовится к выпуску).

стоящее время, чтобы выяснить надежность прогнозов ИФУ. ИФУ оценивается раз в квартал с использованием всех данных, которые могли бы иметься на начало третьего месяца каждого квартала<sup>28</sup>. Все переменные прогнозируются с использованием VAR (без информации об условиях). На основе последних имеющихся оценок разрыва между фактическим и потенциальным объемом производства в качестве целевого показателя для прогнозов вычисляются среднеквадратические ошибки (СКО) для прогнозов данных реального ВВП на два и четыре квартала вперед, которые могли бы иметься на соответствующую дату.

Для сравнения, СКО также вычисляются для различных других прогнозов: авторегрессионного прогноза (AR); прогноза на основе базисного сценария VAR, без ИФУ; и прогнозов на основе базисного сценария VAR, дополненных отдельно каждым из базовых индикаторов<sup>29</sup>. СКО по каждой модели относительно прогнозов AR показана в правой части таблиц; число менее единицы указывает, что прогноз более точен, чем прогноз AR.

Как по США, так и по зоне евро, прогнозирование VAR, дополненное ИФУ, дает хорошие результаты в сравнении с другими моделями. По США прогноз ИФУ точнее прогноза AR и всех других прогнозов VAR. По зоне евро прогноз ИФУ как минимум не менее точен, чем почти все другие модели, за единственным исключением VAR, дополненной индикатором ОСКИ.

## Приложение 1.2. Изменения и перспективы рынка биржевых товаров

*Авторами настоящего приложения являются Томас Хелблинг, Шон Роач и Джун Шик Кан. Несе Эбрил, Марина Руссе, и Дэвид Райксфельд оказывали помощь в проведении исследований.*

### Обзор последних изменений и перспектив

Цены на все основные биржевые товары значительно повысились с середины 2010 года, вместо об-

<sup>28</sup>Ввиду отсутствия данных не используются временные группы данных, которые имелись бы в режиме реального времени. Вместо них используется последняя по времени группа данных для имитации данных, имеющихся при составлении каждого прогноза. Разрыв в реальном времени между фактическим и потенциальным объемом производства и краткосрочные реальные процентные ставки получают просто путем усечения последних оценок ГПМ.

<sup>29</sup>В каждом квартале проводится переоценка всех VAR и AR, и рассматривается длина всех лагов с использованием ИКШБ.



щей стабилизации, как ожидалось на момент публикации октябрьского выпуска «Перспектив развития мировой экономики» 2010 года. Составляемый МВФ общий индекс цен биржевых товаров вырос на 32 процента с июня 2010 года по февраль 2011 года. К настоящему времени индекс цен отыграл более половины своего снижения с циклического максимума в июле 2008 года и остается высоким в реальном выражении. Особенно заметно повысились цены на продовольствие во второй половине 2010 года, тогда как риски для предложения нефти вышли на передний план в связи с волнениями на Ближнем Востоке и в Северной Африке (БВСА) в период с конца января 2011 года.

Распространение этих волнений на страны-экспортеры нефти в регионе БВСА усилило риски для предложения нефти и вызвало ряд перебоев, существенно не сказавшихся на поставках нефти, поскольку сокращение производства в Ливии было в основном компенсировано увеличением производства в Саудовской Аравии и других производителях в Персидском заливе. В ответ на этот шок цены на нефть повысились с примерно 95 долл. США за баррель в конце января до 110 долл. США в начале марта, частично вследствие повышения желательных уровней запасов из соображений предосторожности.

Однако, не считая этого пока небольшого шока предложения нефти, неожиданное повышение цен биржевых товаров с середины 2010 года отражало уменьшившиеся опасения двойной рецессии, вызванной финансовой напряженностью в зоне евро и динамикой экономического цикла, благодаря постоянному пересмотру прогнозов мирового экономического роста в сторону повышения в прошлом году (рис. 1.21, верхние панели). Страны с формирующимся рынком, имеющие высокую долю биржевых товаров в структуре потребления, в том числе Китай, по-прежнему вносят значительный вклад в рост спроса, но уровни потребления, особенно энергоносителей, быстро восстанавливаются и в странах с развитой экономикой. В некоторых случаях темпы роста спроса выше, чем ожидалось, учитывая наблюдавшиеся в прошлом взаимосвязи между экономическим ростом и потреблением биржевых товаров. Это указывает на неопределенность, вызванную структурными изменениями на рынках биржевых товаров в результате активного роста в странах с формирующимся рынком и развивающихся странах, связанного с высоким потреблением биржевых товаров. Реакция предложения на более высокий, чем ожидалось, спрос обычно носит ограниченный характер, что отражается в низкой краткосрочной эластичности предложения по це-

нам. В результате равновесие на рынке было достигнуто за счет неожиданно большого использования запасов многих биржевых товаров. Ужесточение условий на рынках физических биржевых товаров проявляется в выравнивании фьючерсных кривых и в некоторых случаях, в частности, нефти и меди, переходе к бэквордации (рис. 1.21, средняя панель).

Во второй половине 2010 года на рынках продуктов питания имели место существенные шоки предложения, связанные с погодными условиями. В частности, неблагоприятные погодные условия в 2010 году привели к меньшим, чем ожидалось, урожаям пшеницы (Россия, Украина), риса, каучука, хлопка и овощей местного производства (Южная и Юго-Восточная Азия), кукурузы (США) и сахара (Индия). Некоторым из этих условий, особенно в Азии, способствовало одно из сильнейших за последние 50 лет погодных явлений *La Niña*. Спрос оставался устойчивым, отчасти из-за резкого оживления производства биотоплива. Ответное изменение цен с учетом проблем предложения усугублялось торговыми ограничениями (например, запретом на экспорт зерна в России и квотами на экспорт зерна в Украине в 2010 году). Все эти события привели к задержке восстановления запасов и сохранению очень низких уровней запасов некоторых важных культур.

Изменения в области денежно-кредитной политики и улучшающиеся финансовые условия также способствовали повышению цен на биржевые товары, отчасти за счет сохранения более низких уровней издержек на финансирование запасов в течение более длительного времени, чем ожидалось ранее в 2010 году. Кроме того, определенную роль играет возобновившееся снижение курса доллара США.

Процесс усиления роли финансового сектора на рынках биржевых товаров продолжался высокими темпами, и активы на основе биржевых товаров, находящиеся в финансовом управлении, на конец 2010 года достигли рекордно высокого уровня, приблизительно 376 млрд. долл. США<sup>30</sup>. Имели место значительные чистые потоки инвестиций как в биржевые продукты, так и в свопы с привязкой к индексу биржевых товаров, аналогичные по уровню потокам, наблюдавшимся в 2009 году, что говорит о серьезном интересе со стороны индивидуальных и институциональных инвесторов (нижние панели). Влияние этих потоков все еще является предметом дискуссий, но, согласно теории, ценовое воздействие финансовых инвестиций в биржевые товары неоднозначно. С одной стороны, хорошо осведомленные, рациональные инвесторы должны

<sup>30</sup>По оценкам Barclays Capital.

**Рисунок 1.21. Цены на биржевые товары**



Источники: Bloomberg Financial Markets и оценки персонала МВФ.

<sup>1</sup> ССЦН (средняя спотовая цена на нефть) обозначает средневзвешенное значение трех спотовых цен на нефть сортов West Texas Intermediate, Dated Brent и Dubai Fateh.

повышать уровни ликвидности на рынках производных инструментов, связанных с биржевыми товарами, и тем самым снижать изменчивость цен. Их присутствие должно также способствовать выявлению цен и поддерживать более близкое соответствие цен базовым факторам спроса и предложения. С другой стороны, плохо информированные инвесторы могли бы руководствоваться эмоциями или строгими правилами инвестирования, а не экономическими детерминантами, что могло бы усугублять изменчивость цен. Наряду с неоднозначным теоретическим толкованием, отсутствуют убедительные эмпирические данные, подтверждающие тезис о том, что инвестиции финансового сектора в биржевые товары были существенным фактором в недавних циклах цен или в формировании цен на биржевые товары в целом.

### Перспективы

Макроэкономические перспективы остаются благоприятными для цен на биржевые товары. Прогнозы роста в ПРМЭ указывают на то, что страны с формирующимся рынком, в том числе Китай, будут оставаться на ведущих позициях по темпам экспансии. Тем не менее, ожидается, что рост спроса несколько замедлится, отчасти вследствие прогнозируемых более умеренных темпов роста в некоторых ведущих странах с формирующимся рынком. Кроме того, потребление биржевых товаров может изменяться в соответствии с уровнями активности, а не расти быстрее, чем уровень активности, как в 2010 году. Многие ожидают, что предложение будет сильнее реагировать на повышение спроса, и цены фьючерсных контрактов отражают ожидание, что в некоторых секторах будут задействованы резервные мощности при текущих высоких ценах (на нефть) и что погодные условия вновь нормализуются (для производства продуктов питания). Таким образом, прогнозы цен на биржевые товары в целом исходят из некоторого смягчения соотношения спроса и предложения и ослабления повышательного давления на цены.

Тем не менее, риски для цен на биржевые товары все еще смещены в сторону повышения, и основной проблемой по-прежнему является возможность снижения предложения относительно прогноза. Особую обеспокоенность вызывают риски, связанные с ценами на нефть, ввиду сочетания несколько снизившихся, но все еще высоких темпов мирового роста, уменьшившихся рисков замедления мирового роста в силу других факторов и возросших геополитических рисков для предложения нефти. Пока реакция рынков на дестабилизацию предложения в Ливии

была несильной по историческим меркам, учитывая масштабы потерь предложения. Компенсирующие увеличения производства другими членами Организации стран-экспортеров нефти (ОПЕК) обеспечивают элемент стабильности, но представления о рисках для предложения нефти все еще могут стать более нестабильными, особенно в условиях активного роста. Сохраняются повышенные риски для цен на продовольствие из-за низких буферных запасов.

Как отмечается в главе 3, на период после ближайших 12 месяцев потенциал роста предложения широкого круга ресурсов, включая нефть, в соответствии с уровнем спроса, согласующимся с прогнозами роста ПРМЭ, стал более неопределенным. В среднесрочной перспективе обеспечение дополнительных поставок более дорогостоящих ресурсов может потребовать сохранения высоких реальных цен на биржевые товары или даже их дальнейшего повышения.

### Изменения и перспективы на рынке энергоносителей

Цены на нефть поднялись до примерно 110 долл. США за баррель, поскольку превентивный спрос и премии за риск возросли в ответ на шок предложения нефти, вызванный событиями в регионе БВСА. До начала волнений в регионе цены на нефть уже значительно превысили диапазон 70–80 долл. США, фиксируя колебания цен в течение значительной части 2010 года. Краткосрочная волатильность цен на нефть (измеряемая по подразумеваемой волатильности трех- и шестимесячных фьючерсных опционов на покупку) оставалась низкой, несмотря на усиливающиеся риски для предложения нефти, и близкой к средним уровням до мирового финансового кризиса.

Повышение цен на нефть до начала шока предложения нефти было обусловлено рядом факторов. Годовой рост спроса на нефть в 2010 году составил 3,4 процента; эти темпы были самыми высокими с 2004 года и примерно в два раза выше ожидавшихся в начале года (таблица 1.2; рис. 1.22, верхняя правая панель). Более значительный, чем ожидалось, рост спроса на нефть частично объясняется более высокими фактическими темпами мирового экономического роста в 2010 году, примерно на 1–1½ процента выше прогнозируемых в конце 2009 и начале 2010 годов. Другая часть непредвиденного повышения спроса на нефть отражает факторы, связанные с нефтью, в том числе изменения энергетической политики в Китае, которые привели к снижению поставок электроэнергии некоторым секторам и повышению спроса на дизельное топливо. Непредвиденные повышения спроса на нефть

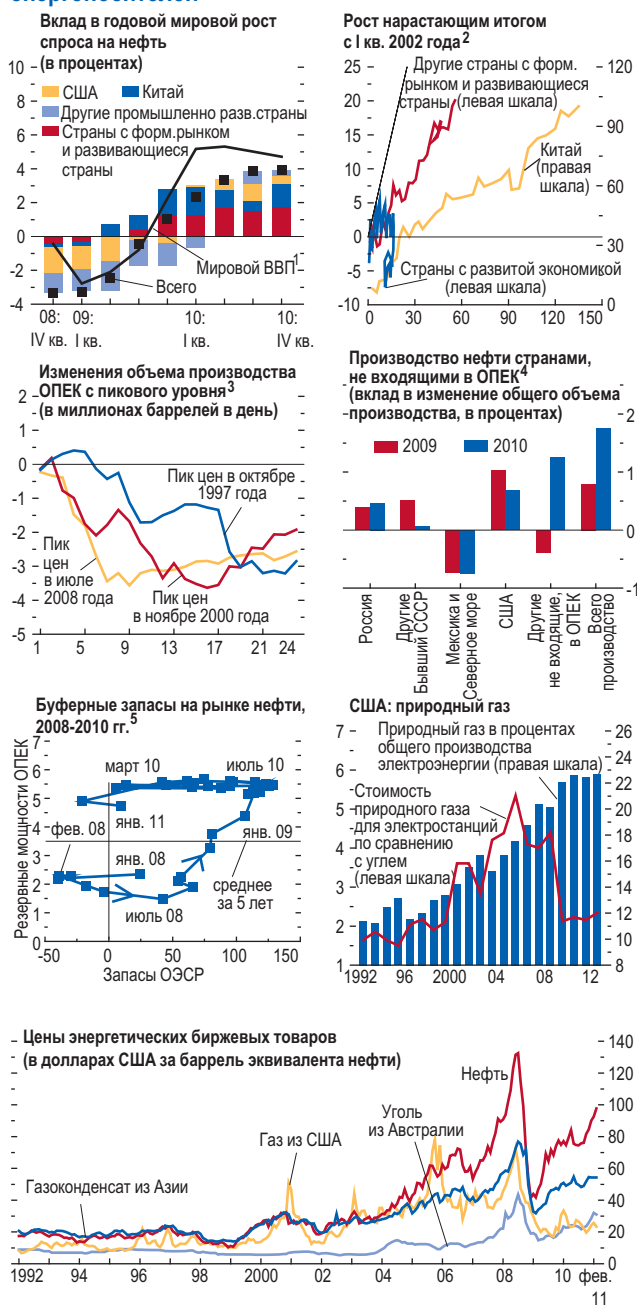
наблюдались также в ведущих странах с развитой экономикой, в частности США, где спрос на топливо был выше, чем ожидалось, и в Японии, где выработка электроэнергии станциями, работающими на нефти, в течение части года восполняла сокращение выработки атомными электростанциями в связи с ремонтными работами (рис. 1.22, верхняя левая панель).

Предложение нефти возросло с учетом непредвиденного повышения спроса на нефть, но меньше, чем было возможно. Мировая добыча нефти, по оценкам, увеличилась на 3,2 процента в 2010 году. Большой, чем ожидалось, объем производства в странах, не входящих в ОПЕК, обеспечил около половины прироста предложения по сравнению с прогнозом (рис. 1.22, правая панель в верхнем среднем ряду). Сокращение добычи в бассейне Северного моря с избытком компенсировалось повышением производства в других регионах, в частности, в Бразилии, Китае, России и США, благодаря стимулам для инвестиций и управлению процессом снижения производительности месторождений, отражающимся в повышении цен на нефть и, в случае России, изменениях налогового режима для покрытия высоких затрат на развитие производства. Добыча нефти странами ОПЕК, регулируемая посредством производственных квот, возросла на 1,8 процента, что составило четверть прироста мирового предложения (рис. 1.22, левая панель в верхнем среднем ряду). Производство природного газового конденсата членами ОПЕК (ГК, в том числе этана, пропана, бутана и газового бензина) увеличилось более чем на 10 процентов, что составило еще четверть прироста мирового предложения.

Ввиду отстающего роста предложения для достижения равновесия на рынке потребовалось использование непредвиденно большого объема запасов со второй половины 2010 года, и отношения запасов к использованию теперь приближаются к средним уровням предыдущих циклов (рис. 1.22, левая панель в нижнем среднем ряду). Аналогично, кривые нефтяных фьючерсов стали более плоскими, а не повышались, как на предыдущих этапах мирового подъема, что указывает на завершение периода циклически слабых условий на рынке нефти. Впоследствии фьючерсные кривые перешли в фазу бэквордации, что свидетельствует о дальнейшем ужесточении на физических рынках, которое, как ожидается, несколько уменьшится в течение 2011 года.

Перспективы нефтяного рынка в ближайший период во многом зависят от перспектив укрепления стабильности в некоторых странах-экспортерах нефти в регионе БВСА и взаимосвязи меж-

**Рисунок 1.22. Изменения на мировых рынках энергоносителей**



Источники: Система данных МВФ по первичным биржевым товарам, International Energy Agency, Oil Market Report, март 2011 года, и расчеты персонала МВФ.  
 1 Годовое изменение, в процентах.  
 2 Данные по IV квартал 2010 года включительно по странам с развитой экономикой и Китаю, по III квартал 2010 года включительно по странам с формирующимся рынком. Рост ВВП на шкале x, рост спроса на нефть на шкале y.  
 3 Состав членов Организации стран-экспортеров нефти на первое число месяца каждого эпизода. Срок в месяцах с пика цен на нефть показан на оси x.  
 4 Северное море: Норвегия и Соединенное королевство.  
 5 Запасы Организации экономического сотрудничества и развития (ОЭСР), отклонения от среднего уровня за пять лет (в миллионах баррелей) на оси x, эффективные резервные мощности ОПЕК (в миллионах баррелей в день) на оси y.

ду темпами мирового роста, динамикой спроса на нефть и соответствующими изменениями предложения. Текущие прогнозы ПРМЭ указывают на некоторое снижение темпов мирового экономического роста в следующие 12 месяцев, что позволяет ожидать замедления роста спроса на нефть. Этому должна способствовать частичная корректировка чрезмерного повышения спроса на нефть, которое обычно происходит на ранних этапах подъема мировой активности (см. главу 3).

На стороне предложения в 2011 году ожидается небольшой прирост мощностей в странах, не входящих в ОПЕК, отчасти вследствие факторов, ограничивавших инвестиции в нефтяной сектор в 2006–2008 годах. В результате требуемая доля ОПЕК заметно возрастет в 2011 году согласно базисным прогнозам ПРМЭ<sup>31</sup>. Таким образом, производственные решения ОПЕК будут одним из определяющих факторов для развития ситуации на нефтяных рынках. Члены ОПЕК уже начали задействовать свои резервные мощности, чтобы возместить потери от перебоев предложения из других производителей в регионе БВСА. Эти меры помогли ограничить риски для предложения нефти. Однако для обеспечения стабильности на нефтяных рынках в условиях продолжающегося значительного мирового роста, вероятно, потребуются увеличить добычу нефти в странах ОПЕК сверх объемов, требующихся ввиду перебоев предложения в регионе БВСА. Увеличение добычи нефти в ОПЕК в декабре 2010 и январе 2011 года, когда цены на нефть приближались к порогу 100 долл. США за баррель, позволяет предположить, что члены ОПЕК все еще обеспокоены ускорившимся повышением цен. Тем не менее, отсутствие эластичной реакции производства в период, когда цены превысили диапазон 70–80 долл. США, вызвало некоторую неопределенность на рынках относительно подразумеваемых целевых показателей цен производителей ОПЕК.

Фактический шок предложения нефти до настоящего времени был умеренным по историческим меркам. Однако риски для предложения нефти в регионе БВСА, вероятно, лишь постепенно будут снижаться в течение 2011 года. Риски для предложения нефти и сохраняющаяся устойчивая активность в мировой экономике, несмотря на некоторое снижение, означают, что риски повышения цен

<sup>31</sup> «Доля ОПЕК» представляет собой разность между мировым спросом и предложением из источников помимо нефти, добываемой странами ОПЕК, включая производство ГК ОПЕК. В таблице 1.2 величина производства ОПЕК в 2011 году включает долю ОПЕК и производство ГК ОПЕК.

**Таблица 1.2. Мировой спрос на нефть и мировое производство нефти в разбивке по регионам**

(В миллионах баррелей в день)

	2009	2010	2011 Прогноз	2010 I ПГ	2010 II ПГ	Погодовое процентное изменение							
						2004–06 Среднее	2007	2008	2009	2010	2011 Прогноз	2010 I ПГ	2010 II ПГ
<b>Спрос</b>													
Страны с развитой экономикой	44,9	45,7	45,6	45,2	46,2	0,5	-0,4	-3,5	-4,0	1,8	-0,2	0,6	2,9
<i>В том числе:</i>													
США	19,1	19,5	19,6	19,3	19,7	1,1	-0,1	-5,9	-3,7	2,4	0,3	1,6	3,2
Зона евро	10,5	10,5	10,3	10,3	10,6	0,1	-1,5	-0,6	-6,0	-0,3	-1,1	-2,8	2,2
Япония	4,4	4,4	4,3	4,4	4,4	-1,4	-3,1	-4,9	-8,8	1,3	-2,8	0,7	1,9
Новые индустриальные страны Азии	4,6	4,9	4,9	4,8	4,9	1,5	4,5	-1,5	3,5	5,5	1,4	5,8	5,2
Страны с формирующимся рынком и развивающиеся страны	40,1	42,2	43,8	41,6	42,8	4,4	4,3	3,1	1,9	5,2	3,6	5,4	5,0
<i>В том числе:</i>													
СНГ	4,0	4,3	4,4	4,2	4,4	1,2	2,5	2,7	-5,4	7,1	2,5	6,3	7,8
Развивающиеся страны Азии	23,6	24,9	25,9	24,8	24,9	4,9	5,2	1,7	5,6	5,5	4,2	6,1	4,8
Китай	8,4	9,4	10,0	9,1	9,6	9,4	4,6	2,3	8,0	12,0	6,5	14,5	9,9
Индия	3,3	3,3	3,4	3,4	3,3	3,9	6,5	4,0	5,7	2,3	3,2	2,6	2,0
Ближний Восток и Северная Африка	8,7	9,0	9,3	8,8	9,1	5,3	3,6	5,4	3,2	3,2	3,0	3,7	2,8
Западное полушарие	5,6	5,9	6,1	5,8	6,0	4,4	5,7	5,4	0,1	5,0	3,3	4,8	5,1
Весь мир	85,0	87,9	89,4	86,8	89,0	2,1	1,6	-0,6	-1,3	3,4	3,5	2,9	3,9
<b>Производство</b>													
ОПЕК (текущий состав) <sup>1,2</sup>	33,5	34,5	35,7	34,2	34,8	4,4	-1,0	2,9	-6,0	4,7	3,5	2,9	3,1
<i>В том числе:</i>													
Саудовская Аравия	9,5	9,8	...	9,6	9,9	2,4	-4,7	4,2	-9,1	3,1	...	1,7	4,6
Нигерия	2,1	2,4	...	2,3	2,5	2,3	-4,7	-8,2	-0,4	16,1	...	16,3	16,0
Венесуэла	2,4	2,4	...	2,4	2,4	3,2	-7,8	-2,0	-7,8	3,1	...	4,7	1,5
Ирак	2,5	2,4	...	2,4	2,4	15,5	9,9	14,3	2,5	-2,2	...	-1,1	-3,3
Страны, не входящие в ОПЕК <sup>2</sup>	51,7	52,8	53,6	52,6	53,1	0,8	0,8	-0,2	1,8	2,2	1,5	2,6	1,8
<i>В том числе:</i>													
Северная Америка	13,6	14,1	14,2	14,0	14,3	-1,2	-0,5	-3,8	2,2	3,7	0,3	3,6	3,7
Бассейн Северного моря	4,2	3,8	3,7	4,0	3,6	-6,8	-5,0	-5,0	-4,3	-8,8	-2,0	-7,4	-10,4
Россия	10,2	10,5	10,5	10,4	10,5	4,8	2,4	-0,7	2,0	2,4	0,6	3,0	1,7
Другие страны бывшего СССР <sup>3</sup>	3,1	3,1	3,2	3,1	3,1	9,0	11,5	3,2	9,2	1,1	2,7	2,2	0,0
Другие страны, не входящие в ОПЕК	20,6	21,4	22,0	21,1	21,6	1,7	1,1	3,2	1,8	3,6	3,2	4,0	3,2
Весь мир	85,2	87,4	89,4	86,8	87,9	2,2	0,1	1,0	-1,4	3,2	1,6	2,7	2,3
<b>Чистый спрос<sup>4</sup></b>	<b>-0,2</b>	<b>0,6</b>	<b>0,0</b>	<b>-0,1</b>	<b>1,2</b>	<b>-0,4</b>	<b>1,3</b>	<b>-0,3</b>	<b>-0,2</b>	<b>0,7</b>	<b>...</b>	<b>-0,1</b>	<b>1,3</b>

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

<sup>1</sup>ОПЕК — 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).

<sup>2</sup>Общие объемы включают в себя нефть, конденсат, природный газоконденсат и нефть, получаемую из нетрадиционных источников.

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

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

на нефть будут оставаться высокими. Рынки производных инструментов на основе нефти действительно начали отражать в своих ценах усиление рисков резкого повышения цен в следующие несколько лет. На этом фоне риски на нефтяных рынках теперь вызывают серьезные опасения относительно мировой экономической стабильности, как рассматривалось ранее в настоящей главе. С другой стороны, замена атомных источников энергии на тепловые в Японии из-за повреждения атомных станций после землетрясения в районе Тохоку не должно

создать серьезных рисков для нефтяного рынка. Это замещение со временем приведет к увеличению импорта ископаемого топлива в Японию, но его последствия для мирового спроса на нефть, по видимому, будут оставаться ограниченными, порядка 0,1 – 0,3 процента. Опыт прошлого и стимулирующее воздействие текущих цен на энергоносители позволяют предположить, что более половины прироста потребности в ископаемом топливе будет покрываться за счет увеличения импорта сжиженного природного газа и, в меньшей степени, угля.

В среднесрочной перспективе, даже если предположить, что перебои предложения в регионе БВСА будут непродолжительными, ожидается, что цены на нефть будут оставаться на высоком уровне вследствие противоречия между продолжающимся устойчивым ростом спроса на нефть и понижающимся смещением тренда темпов роста мировой добычи нефти. В базисном прогнозе ПРМЭ ожидается, что эти противоречия будут оставаться умеренными, как более подробно анализируется в главе 3. Однако они могут усилиться, и, в целом, риски в отношении цен все еще смещены в сторону повышения ввиду риска сокращения предложения, обусловленного инфраструктурными и геологическими ограничениями инвестиций в добычу нефти и, как наглядно показывают события в регионе БВСА, геополитическими рисками.

Различия в цене между видами ископаемого топлива остаются значительными, и уменьшение доли нефти на рынке, вероятно, будет продолжаться (рис. 1.22, нижняя панель). Цены на природный газ на рынке Северной Америки остаются низкими по сравнению с нефтью благодаря дополнительному предложению сланцевого газа. Таким образом, доля рынка природного газа в США будет продолжать расти, по мере того как спрос со стороны конечных пользователей будет реагировать на ценовые стимулы (рис. 1.22, панель в нижнем среднем ряду справа). Природный газ также мог бы играть более заметную роль в энергетической структуре других стран, поскольку крупные месторождения газовых сланцев открыты также в других регионах<sup>32</sup>. Уголь также относительно дешевле нефти, и по темпам роста потребления в последнее десятилетие уголь опережает другие виды ископаемого топлива, что показывает его значимость для удовлетворения быстро растущего мирового спроса на первичные энергоносители.

### Изменения и перспективы на рынке металлов

Цены на металлы существенно повысились во второй половине 2010 и начале 2011 годов; составляемый МВФ индекс цен на базовые металлы повысился на 40 процентов (рис. 1.23, верхняя левая панель)<sup>33</sup>. В целом по биржевым товарам, резкие повышения цен были вызваны в основном более сильным, чем ожидалось, экономическим подъемом как в странах с формирующимся рынком, так и в странах с развитой экономикой, хотя перебои предложения также сыграли свою роль. Ввиду влия-

ния общих макроэкономических факторов и повышения склонности к риску на финансовых рынках, в течение всего 2010 года сохранялась тенденция тесно взаимосвязанного изменения цен на металлы и мировых цен на акционерный капитал.

Мировое потребление всех базовых металлов кроме олова, по оценкам, достигло рекордно высокого уровня в 2010 году (рис. 1.23, верхняя правая панель)<sup>34</sup>. Предложение реагировало на растущие цены, но лишь медленно, отчасти вследствие более строгих экологических норм (например, сокращения производства алюминия в Китае из-за недостатка электроэнергии) и трудовых споров (например, забастовок на медных рудниках в Чили). В результате буферные запасы начали сокращаться, вернувшись к историческим средним уровням. Соотношение запасов и использования меди уже сейчас ниже исторического среднего уровня (рис. 1.23, средняя левая панель). Воздействие недавно созданных биржевых индексных фондов (БИФ), обеспеченных физическими авуарами базовых металлов, на изменения общих запасов пока носит ограниченный характер, ввиду менее привлекательных характеристик этих инвестиционных механизмов по сравнению с обеспеченными фьючерсами альтернативными инструментами при существующих на рынке условиях<sup>35</sup>. На конец февраля доля этих продуктов в фондах на Лондонской бирже металлов составляла от 0,1 до 2,3 процента.

Что касается перспектив, анализ во вставке 1.5 в октябрьском выпуске «Перспектив развития мировой экономики» 2010 года указывает на то, что рынки базовых металлов переживают фазу нарастающего дефицита, что проявляется в повышении трендовой составляющей в ценах приблизительно за последнее десятилетие. Усилившаяся нехватка базовых металлов отчасти объясняется растущим спросом на металлы в странах с формирующимся рынком, особенно Китае. В 2003–2007 годах на долю Китая приходилось две трети прироста мирового потребления алюминия и меди и почти

<sup>34</sup>Спрос на базовые металлы вырос более чем на 8 процентов во второй половине 2010 года (по сравнению с аналогичным периодом предыдущего года), тогда как темпы мирового экономического роста в тот же период были ниже 5 процентов (по сравнению с аналогичным периодом предыдущего года).

<sup>35</sup>Обеспеченные физическими активами БИФ на медь, никель и олово были введены в декабре 2010 года. Поскольку торговля этими металлами осуществляется на основе бэквордации, ожидается, что хранение запасов сопряжено с убытками от снижения стоимости активов, наряду с высокими физическими издержками хранения. И напротив, разница по времени благоприятна для альтернативных продуктов, обеспеченных фьючерсами, которые могут выиграть от положительной доходности при пролонгации.

<sup>32</sup>Во вставке 3.2 анализируются перспективы распространения «революции» сланцевого газа в США в мировом масштабе.

<sup>33</sup>Цены на медь и олово достигли рекордно высоких уровней.

**Таблица 1.3. Потребление базовых металлов**

(Годовое процентное изменение, если не указано иное)

	Рост потребления						Мировой ВВП	Пром. произв-во Китая
	Алюминий	Медь	Свинец	Никель	Олово	Цинк		
<b>1995–2002 гг. — весь мир</b>	<b>3,2</b>	<b>3,4</b>	<b>3,1</b>	<b>2,2</b>	<b>1,5</b>	<b>3,7</b>	<b>3,4</b>	<b>10,9</b>
В том числе:								
Китай (в процентах)	46,1	57,5	54,5	29,4	14,9	39,6	6,8	...
Другие страны с форм. рынком <sup>1</sup> (в процентах)	13,5	19,3	29,2	-8,9	14,5	11,2	...	...
<b>2003–2007 гг. — весь мир</b>	<b>8,0</b>	<b>3,8</b>	<b>4,7</b>	<b>3,0</b>	<b>6,0</b>	<b>3,8</b>	<b>4,7</b>	<b>16,6</b>
В том числе:								
Китай (в процентах)	67,6	67,4	94,2	130,3	95,7	99,3	9,4	...
Другие страны с форм. рынком <sup>1</sup> (в процентах)	7,7	19,7	-0,7	-5,6	0,6	11,2	...	...
<b>2008–2010 гг. — весь мир</b>	<b>1,9</b>	<b>2,1</b>	<b>3,6</b>	<b>3,6</b>	<b>1,7</b>	<b>2,9</b>	<b>2,4</b>	<b>13,1</b>
В том числе:								
Китай(в процентах)	159,5	226,3	175,5	153,0	104,3	166,7	12,3	...
Другие страны с форм. рынком <sup>1</sup> (в процентах)	5,2	-12,8	-9,3	-7,7	41,0	-0,3	...	...

Источники: World Bureau of Metal Statistics, *World Metal Statistics Yearbook* (различные выпуски).

<sup>1</sup>Бразилия, Индия, Мексика и Россия.

весь прирост мирового потребления свинца, олова и цинка (таблица 1.3). С 2008 года вклад Китая даже превышает чистый прирост мирового потребления всех металлов: потребление меди, свинца и никеля возросло более чем на 50 процентов. Вследствие этого быстрого роста доля Китая в мировом потреблении базовых металлов за последние 10 лет выросла вдвое, до приблизительно 40 процентов (рис. 1.23, средняя правая панель).

В настоящее время потребление металла в Китае выше, чем в других странах с аналогичным уровнем развития, вероятно, из-за экспоненциального роста его обрабатывающей промышленности за последние два десятилетия (рис. 1.23, нижняя левая панель). Однако ожидается, что темпы роста потребления металлов в Китае несколько снизятся в 2011 году и в последующие годы ввиду принимаемых в последнее время мер по сдерживанию банковского кредитования и инвестиций в инфраструктуру и потенциала для постепенного перебалансирования экономики с уменьшением доли металлоемких источников роста (рис. 1.23, нижняя правая панель). Предполагается, что более медленный рост потребления базовых металлов в Китае будет отчасти компенсирован повышением спроса в странах с развитой экономикой, где потребление базовых металлов все еще примерно на 15 процентов ниже докризисных уровней, несмотря на продолжающийся подъем. Вместе с тем, последствия для мирового спроса в результате временного повышения спроса на металлы в связи с восстановительными работами в Японии после землетрясения в Тохоку, вероятно, будут небольшими.

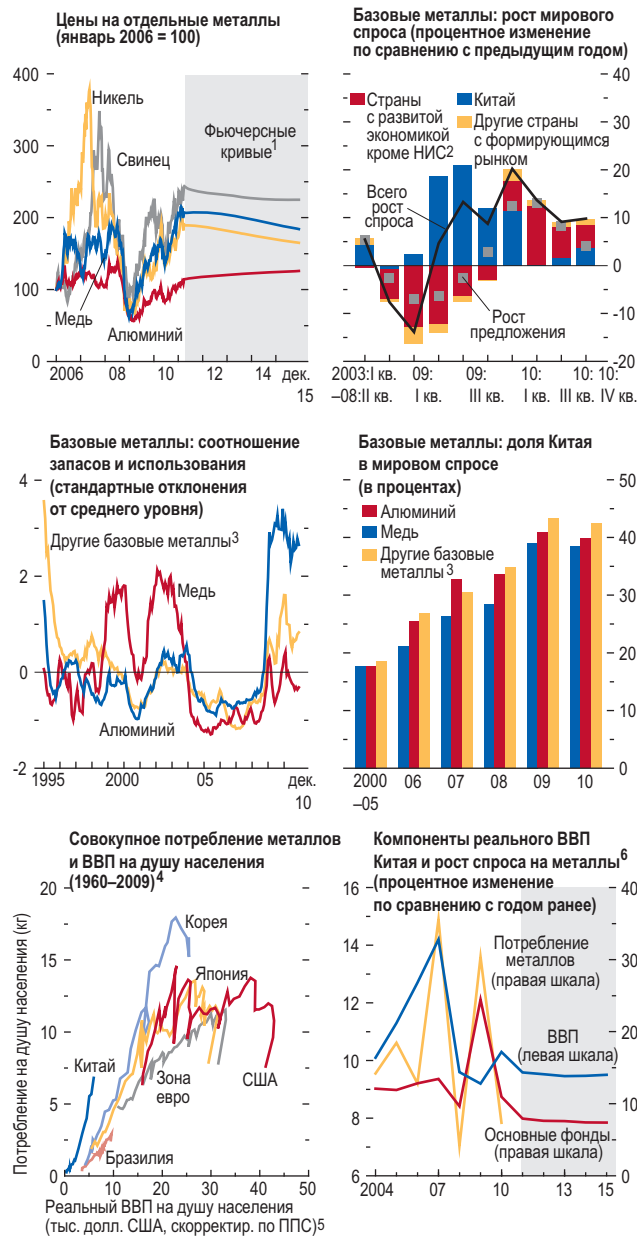
Хотя производство и уровни мощностей реагируют на высокие уровни цен, не ожидается, что они будут расти теми же темпами, что и спрос, особенно на медь, ввиду медленного развития добывающих мощностей и увеличения издержек на энергоносители. Все еще преобладают риски повышения цен, поскольку буферные запасы большинства металлов сокращаются. Ожидается, что рост спроса в Китае замедлится, но имеется потенциал непредвиденного повышения спроса в связи с продолжающимся крупномасштабным строительством объектов инфраструктуры и планируемыми государственными жилищными проектами<sup>36</sup>.

### Текущая ситуация и перспективы на рынке продовольствия

Составляемый МВФ индекс цен на продовольствие в начале 2011 года достиг новой рекордной отметки, повысившись примерно на 41 процент с середины 2010 года. Цены повысились по широкому кругу товаров, с наибольшим повышением цен на зерно, на 82 процента, но цены на некоторые зерновые, в том числе рис, все еще значительно ниже высоких уровней 2008 года (рис. 1.24, верхняя левая панель). В то же время, цены на другие группы продуктов питания с более высокой эластичностью по доходу начинают превышать прежние высокие уровни, включая масличные семена, мясо, сахар и морепродукты (верхняя правая панель). Новый

<sup>36</sup>Их описание содержится в новом пятилетнем плане Китая, который вступил в силу в январе 2011 года.

**Рисунок 1.23. Изменения на рынках базовых металлов**



Источники: Bloomberg Financial Markets; London Metals Exchange; Thomson Datastream; World Bureau of Metal Statistics и оценки персонала МВФ.

<sup>1</sup> Цены по состоянию на 30 марта 2011 года.

<sup>2</sup> НИС – новые индустриальные страны Азии, к которым относятся Корея, САР Гонконг, Сингапур и Тайвань, провинция Китая.

<sup>3</sup> Средневзвешенное значение для свинца, никеля, олова и цинка.

<sup>4</sup> Совокупный показатель для алюминия, меди, свинца, никеля, олова и цинка.

<sup>5</sup> ППС – паритет покупательной способности.

<sup>6</sup> ВВП и компоненты в реальном выражении, потребление металлов по объему.

подъем цен на продовольствие связан с несколькими факторами, но катализатором стал ряд связанных с погодными условиями шоков предложения, в том числе засуха и пожары в Казахстане, России и Украине (пшеница); жаркое и дождливое лето в США (кукуруза); и более широкое распространение эффектов особенно сильного метеорологического явления La Niña на тихоокеанском побережье (рис, сахар, овощи местного производства). В совокупности эти шоки привели к снижению прогноза мирового производства зерна на 2,7 процента в 2010–2011 годах (рис. 1.24, левая панель в верхнем среднем ряду)<sup>37</sup>.

Хотя предложение не оправдало ожиданий, спрос на основные пищевые культуры остается высоким, во многом вследствие роста в странах с формирующимся рынком. Во время последней мировой рецессии темпы роста спроса были необычно высокими и теперь достигли приблизительно 2,5 процента (рис. 1.24, правая панель в верхнем среднем ряду). На страны с формирующимся рынком, в том числе Китай, приходится от 70 до 80 процентов роста спроса за последние три года. Примечательным изменением за последнее время является растущее присутствие Китая в качестве импортера на мировых рынках зерна, особенно кукурузы, после многих лет самообеспечения. Наиболее быстро растет потребление масличных семян, в том числе сои, ввиду их более высокой эластичности по доходу, и Китай все еще импортирует намного больше масличных семян, чем любая другая страна.

Спрос на сырье для производства биотоплива также восстанавливается быстрее, чем ожидалось, поскольку сектор производства этанола из кукурузы в США оправился от большого числа банкротств в 2008–2009 годах. Маржа операционной прибыли в производстве этанола остается низкой, но сектор все еще пользуется значительной поддержкой в рамках государственной политики, которая приводит к укреплению цен на этанол (рис. 1.24, левая панель в нижнем среднем ряду). Более высокий уровень цен на альтернативное сырье, особенно сахар, также поддерживает спрос на производство этанола из кукурузы. В 2010 году около 40 процентов урожая кукурузы в США, что эквивалентно 14 процентам всего мирового потребления кукурузы, использовалось как сырье для производства этанола, на 5 процентных пунктов больше, чем в предыдущем году.

<sup>37</sup> Согласно прогнозу Министерства сельского хозяйства США на 2010/2011 год на международных рынках кукурузы (маиса), риса и пшеницы.



Все эти факторы способствовали ужесточению условий на рынках физической продукции, что задержало процесс восстановления запасов, истощившихся за девять лет, предшествовавших первому повышению мировых цен на продовольствие в 2008 году. Запасы некоторых пищевых культур, особенно кукурузы, остаются очень низкими, усугубляя волатильность цен.

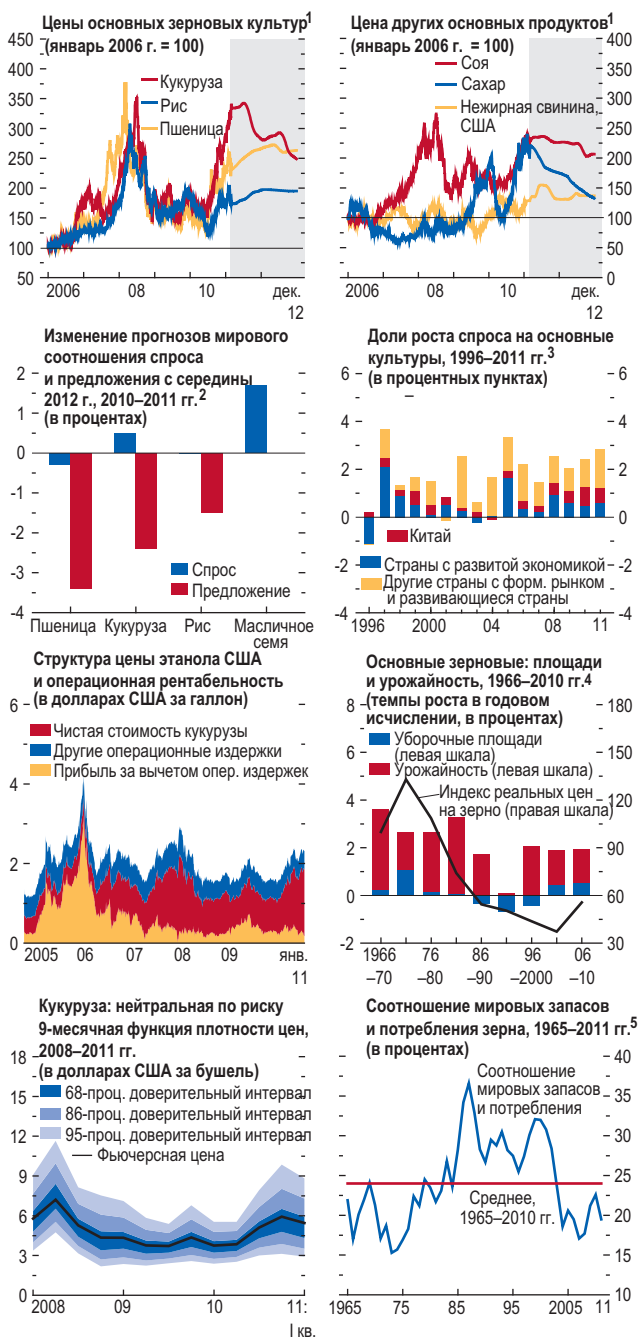
Перспективы цен на продовольствие в ближайшее время и последующий период будут в значительной степени зависеть от динамики предложения. Опыт показывает, что нормализация погодных условий в следующие 12 месяцев должна позволить собирать урожаи, покрывающие большую часть потерь, понесенных в 2010 году<sup>38</sup>. Например, в прошлом после лет, в которые мировой объем производства пшеницы снижался более чем на 5 процентов, в следующий год отмечался прирост на 7 процентов, значительно выше трендовых темпов. В среднесрочной перспективе следует ожидать дальнейшего роста предложения в ответ на повышение цен. В последние годы рост урожайности несколько замедлился, возможно, из-за сокращения государственного финансирования исследований и разработок в области сельского хозяйства в странах с развитой экономикой<sup>39</sup>. Более медленный рост урожайности компенсируется начавшимся расширением культивируемых площадей после двух десятилетий застоя, но темпы этого расширения, возможно, будут оставаться умеренными, отчасти вследствие относительно ограниченных ресурсов продуктивных хорошо орошаемых земель в регионах с развитой распределительной инфраструктурой (рис. 1.24, правая панель в нижнем среднем ряду).

Улучшающееся предложение должно несколько смягчить условия на рынках и обеспечить возможность некоторого снижения цен в течение 2011 года с их высоких уровней последнего времени, но по-прежнему явно преобладают риски повышения цен. Эта оценка отражается в рыночных ценах, и относительно плоские фьючерсные кривые, характеризующиеся бэквордацией, указывают на перспективы смягчения условий, тогда как опционы указывают на то, что риски теперь в большей степени смещены в сторону повышения (см. информацию по кукурузе на рис. 1.24, нижняя левая панель). В ближайший период имеется риск того, что заклю-

<sup>38</sup>Оптимальные одномерные модели временных рядов для анализа годового мирового производства также указывают на то, что шоки предложения обычно преодолеваются в короткие сроки.

<sup>39</sup>Эти вопросы рассматриваются в Приложении 1.1 в апрельском выпуске «Перспектив развития мировой экономики» 2010 года.

**Рисунок 1.24. Последние изменения на рынках основных продовольственных культур**



Источники: Bloomberg Financial Markets, Chicago Mercantile Exchange, Iowa State University Center for Agriculture and Rural Development, Продовольственная и сельскохозяйственная организация ООН, Министерство сельского хозяйства США (МСХ США) и расчеты персонала МВФ.  
<sup>1</sup> Фьючерсные цены за период с марта 2011 по декабрь 2012 года.  
<sup>2</sup> Прогноз МСХ США на 2010/2011 международный год.

<sup>3</sup> Включая зерновые и масличные культуры. Спрос в 2011 году по прогнозу МСХ США.

<sup>4</sup> Взвешенная по площади урожайность девяти зерновых культур и цены.

<sup>5</sup> Запасы на конец года в процентах от потребления, с прогнозами на 2011 год.

чительные фазы погодного явления La Niña все еще будут представлять угрозу для урожаев в Южном полушарии. Другие риски включают устойчиво более высокие цены на энергоносители или введение ограничений на международную торговлю в ответ на шоки предложения. Что наиболее важно, мировые запасы продовольствия, особенно зерна, остаются низкими (рис. 1.24, нижняя правая панель). Процесс восстановления запасов потребует времени, и пока эти буферные запасы не вернуться к более нормальным уровням, цены на продовольствие будут оставаться весьма чувствительными к шокам, ужесточающим условия на физических рынках.

### Последние изменения на рынке биржевых товаров: последствия для мировой экономики

Проблемы высоких и растущих цен на биржевые товары наиболее остро стоят перед странами с формирующимся рынком и развивающимися странами по двум основным причинам. Во-первых, доля продуктов питания в типичной потребительской корзине в этих странах выше, чем в странах с развитой экономикой. Как следствие, цены на продовольствие на международных рынках оказывают большее влияние на общий уровень инфляции в этих странах. Во-вторых, больше возможность того, что изменения цен на биржевые товары скажутся на условиях торговли и торговых балансах этих стран, ввиду относительно высоких долей биржевых товаров как в импорте, так и в экспорте.

Повышение общего уровня инфляции во многих странах с формирующимся рынком и развивающихся странах совпало по времени с подъемом цен на биржевые товары с середины 2010 года (рис. 1.25). В частности, рост цен на продовольствие в существенной степени способствовал повышению инфляции. Это отражает воздействие мировых цен на продовольствие, а также, в ряде значительных случаев, включая Китай и Индию, повышение цен на внутренних рынках продуктов питания, таких как свежие фрукты и овощи. Общий уровень инфляции и инфляция цен на топливо более всего повысились в странах Ближнего Востока, регионе, являющемся крупным чистым импортером продовольствия; за ним следуют страны Азии с формирующимся рынком, регион, серьезно пострадавший от неблагоприятных погодных условий во второй половине 2010 года и сокращающегося или уже положительного разрыва между фактическим и потенциальным объемом производства. В то же время, цены на продовольствие и общий уровень ин-

фляции существенно не изменились в регионе Африки к югу от Сахары, где многие страны менее интегрированы в мировые продовольственные рынки и собирали относительно обильные урожаи в последние 12 месяцев. В результате цены на некоторые важные основные культуры, в том числе кукурузу (маис), остаются относительно стабильными в значительной части региона, что говорит о том, что международные цены на продовольствие являются лишь одним из факторов, определяющих инфляцию цен на продукты питания.

Представляется вероятным, что недавние повышения цен на биржевые товары будут продолжать влиять на общий уровень инфляции во всей мировой экономике. Цены на продовольствие остаются наиболее значительным источником риска ввиду жестких условий на рынках, которые, вероятно, будут смягчаться лишь постепенно, и их усиливающегося отражения во внутренних ценах в странах с формирующимся рынком и развивающихся странах. Некоторые из факторов, объясняющих рост цен на биржевые товары, являются временными, и следует в основном не препятствовать воздействиям первого порядка на общий уровень инфляции, но условия в конкретных странах могут потребовать ответных мер денежно-кредитной политики. Более вероятно, что инфляция издержек вследствие значительного повышения цен на биржевые товары приведет к эффектам второго порядка, в том числе повышению долгосрочных инфляционных ожиданий, в странах, где удельный вес продуктов питания и энергоносителей в индексе потребительских цен относительно высок, а доверие к денежно-кредитной политике еще не стало прочным — прежде всего в некоторых странах с формирующимся рынком и развивающихся странах (см. главу 1)<sup>40</sup>.

Недавние изменения на рынке биржевых товаров также имели широкие последствия для условий торговли и торговых балансов. Согласно обновленным базисным прогнозам МВФ по ценам на биржевые товары, ожидаемые повышения цен будут иметь значительные прямые эффекты (первого порядка). В последнем базисном прогнозе ожидается повышение цен на нефть, продукты питания и металлы примерно на 31, 26 и 24 процента, соответственно, в 2011 году, по сравнению с базисным прогнозом октябрьского выпуска ПРМЭ 2010 года.

<sup>40</sup>Как отмечается в главе 3 октябрьского выпуска «Перспектив развития мировой экономики» 2008 года, в странах с формирующимся рынком и развивающихся странах выше вероятность недостатка доверия к денежно-кредитной политике и отсутствия прочно зафиксированных инфляционных ожиданий, чем в странах с развитой экономикой.

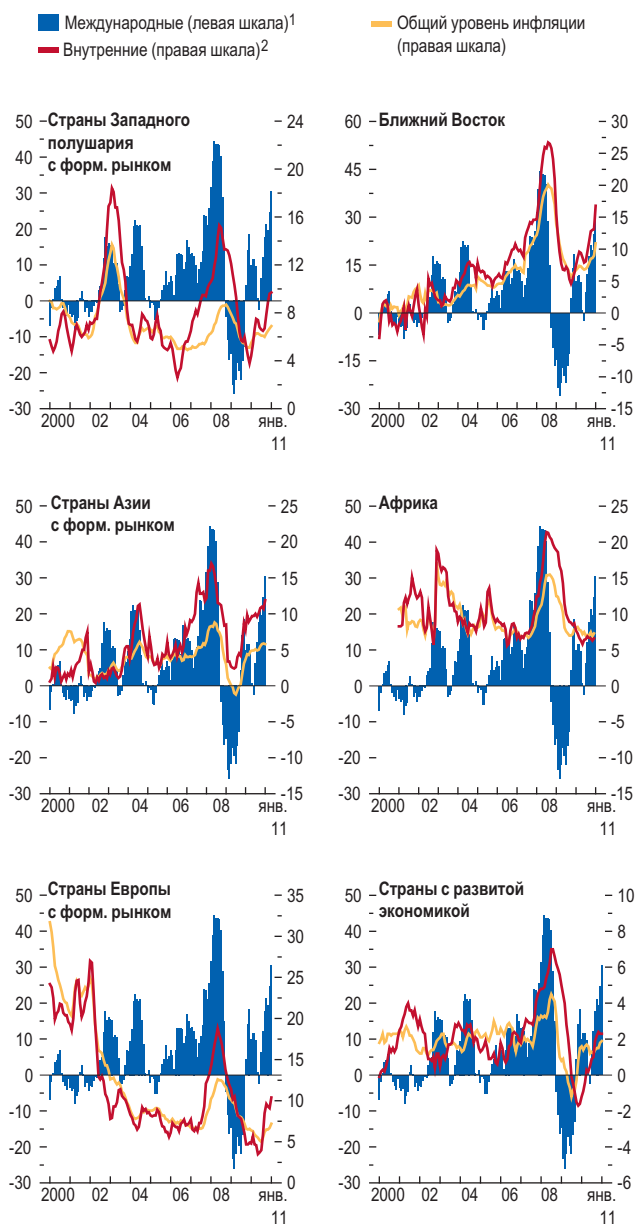
В целом ожидается, что прибыль от условий торговли в результате повышения цен на биржевые товары улучшит торговые балансы стран с формирующимся рынком и развивающихся стран приблизительно на 1 процент ВВП в 2011 году. Однако, как показано на рис. 1.26, между регионами и странами имеются существенные различия. Значительная прибыль от улучшения условий торговли ввиду высоких экспортных цен на нефть должна с избытком компенсировать убытки от высоких импортных цен на продовольствие в странах Ближнего Востока; в странах Азии и Европы с формирующимся рынком в основном ожидается ухудшение торгового баланса ввиду их высокой зависимости от импорта биржевых товаров. В Африке страны, не обладающие существенными ресурсами биржевых товаров для экспорта, особенно нефти и металлов, больше всего пострадали бы от высоких цен на продовольствие. Однако многие чистые импортеры продовольственных товаров получают выгоду от естественного хеджирования, связанного с их экспортом металлов, нефти и других биржевых товаров. Ожидается, что для большинства стран с развитой экономикой условия торговли немного ухудшатся.

Чтобы оценить воздействие дальнейшего значительного повышения цен на биржевые товары, был проведен такой же анализ с использованием уровней цен, соответствующих возможному шоку на основе преобладающих на рынке ожиданий, отраженных в фьючерсных опционах на биржевые товары. Цены на эти производные инструменты могут дать представление о распределении вероятностей цен с различным временным горизонтом<sup>41</sup>. В сценарии, сопоставляющем эффекты повышения цен на продовольствие относительно текущего базисного сценария, предполагается, что цены на продовольствие в среднем приблизительно на 58 процентов выше в 2011 году, чем в предыдущем году. Рассматривался также сценарий с широкомасштабным повышением цен на биржевые товары, в котором, наряду с повышением цен на продовольствие, предполагается, что все цены на энергоносители будут на 53 процента выше, чем в предыдущем году, а цены на базовые металлы повышаются на 40 процентов. Сводная информация об этих допущениях и сопоставление с текущим базисным сценарием приводятся в таблице 1.4.

Воздействие повышения цен на продовольствие различается между регионами (таблица 1.5). Общее воздействие на экономику Африки незначительно,

<sup>41</sup> В частности, в качестве сценария повышения была избрана верхняя граница стандартного отклонения нейтральной по риску функции плотности для цен биржевых товаров.

**Рисунок 1.25. Изменения международных и внутренних цен на продукты питания и общий уровень инфляции**  
(Месячные; процентные изменения по сравнению с предыдущим годом)



Источники: Haver Analytics, база данных МВФ по ценам на первичные биржевые товары и расчеты персонала МВФ.

<sup>1</sup> Составляемый МВФ индекс цен на продовольственные биржевые товары и напитки в долларах США.

<sup>2</sup> Инфляция цен на продукты питания и напитки.

### Рисунок 1.26. Воздействие первого порядка изменений цен на биржевые товары на торговые балансы отдельных стран с формирующимся рынком и развивающихся стран<sup>1</sup>

(Отличие прогноза апрельского выпуска ПРМЭ 2011 года от прогноза октябрьского выпуска ПРМЭ 2010 года; торговый баланс 2011 года в процентах от ВВП 2009 года)



Источник: расчеты персонала МВФ.

<sup>1</sup> Веса экспорта и импорта по странам были рассчитаны на основе данных о торговле за 2005–2008 годы. Страны указаны в порядке общего изменения торгового баланса. На каждой панели рисунка показаны 10 стран с наибольшим улучшением или ухудшением баланса из стран, по которым имеются данные.

**Таблица 1.4. Годовые изменения цен на основные биржевые товары**  
(В процентах)

	Продукты питания		Нефть		Металлы		Энергоносители	
	2011	2012	2011	2012	2011	2012	2011	2012
Базисный сценарий	24,1	-4,7	35,6	0,8	26,5	-0,8	31,9	0,1
Шок цен на продукты питания	57,5	7,3	...	...	...	...	...	...
Шок общего уровня цен	57,5	7,3	53,4	18,2	39,8	12,1	53,4	18,2

Источник: расчеты персонала МВФ.

но за этим скрываются существенные ухудшения условий торговли для чистых импортеров продуктов питания, примерно на 0,5 процента ВВП в 2011 году, относительно базисного сценария. Ближний Восток также испытал бы значительное ухудшение торгового баланса, более чем на 0,4 процента ВВП в 2011 году. В Латинской Америке, напротив, преобладание экспортеров продуктов питания привело бы к значительному улучшению торговых позиций, примерно на 0,4 процента.

Воздействие в целом более высоких цен на биржевые товары улучшает внешние позиции стран с формирующимся рынком, хотя имеются существенные различия между регионами. В частности, значительные улучшения позиций для стран Ближнего Востока, бывшего СССР, Латинской Америки и Африки частично уравновешиваются ухудшением баланса стран Азии и Европы с формирующимся рынком (таблица 1.5).

Более высокие цены на продовольствие, топливо и другие биржевые товары имеют также важные

распределительные эффекты. Бедное население городов, особенно в странах с формирующимся рынком и развивающихся странах, больше подвержено риску вследствие высоких цен, чем другие группы по уровню дохода. Для бедного сельского населения многое зависит от владения землей, поскольку фермеры выигрывают от повышения цен. Последние изменения цен на биржевые товары, вероятно, станут еще одним фактором, подрывающим результаты сокращения бедности, достигнутые в период с начала до середины 2000-х годов. В связи с этим другим приоритетным направлением политики будет смягчение последствий роста цен на продукты питания и другие биржевые товары для малоимущих посредством адресных и эффективных с точки зрения затрат систем социальной защиты<sup>42</sup>.

<sup>42</sup>См. анализ мер социальной защиты при высоких ценах на биржевые товары в главе 3 октябрьского выпуска «Перспективы развития мировой экономики» 2008 года и Coady et al. (2010).

**Таблица 1.5. Воздействие повышения цен на торговый баланс<sup>1</sup>**  
(Изменения относительно базисного сценария в процентах ВВП за 2009 год)

	Повышение цен на продукты питания		Повышение общего уровня цен	
	2011	2012	2011	2012
<b>Страны с развитой экономикой</b>	<b>0,0</b>	<b>0,0</b>	<b>-0,4</b>	<b>-0,3</b>
США	0,0	0,0	-0,3	-0,3
Япония	-0,1	-0,1	-0,8	-0,6
Зона евро	-0,1	0,0	-0,7	-0,5
<b>Страны с форм. рынком и развивающиеся страны</b>	<b>0,1</b>	<b>0,0</b>	<b>0,8</b>	<b>0,7</b>
Африка	-0,1	-0,1	2,5	2,0
<i>В том числе:</i> чистые импортеры продовольствия	-0,5	-0,3	3,8	3,3
Азиатско-тихоокеанский регион	0,1	0,0	-0,5	-0,5
<i>В том числе:</i> чистые импортеры продовольствия	-0,1	-0,1	-0,6	-0,6
Содружество Независимых Государств	-0,2	-0,1	2,7	2,4
<i>В том числе:</i> чистые импортеры продовольствия	-0,3	-0,1	3,1	2,6
Европа	-0,1	0,0	-0,8	-0,5
<i>В том числе:</i> чистые импортеры продовольствия	-0,1	0,0	-0,7	-0,5
Ближний Восток	-0,4	-0,2	5,6	5,2
<i>В том числе:</i> чистые импортеры продовольствия	-0,4	-0,2	5,6	5,2
Западное полушарие	0,4	0,2	1,0	0,7
<i>В том числе:</i> чистые импортеры продовольствия	-0,2	-0,1	0,9	0,9

Источник: расчеты персонала МВФ.

<sup>1</sup>Веса экспорта и импорта стран по видам биржевых товаров были рассчитаны на основе торговых данных за 2005–2008 годы.

### Вставка 1.1. Обвалы цен на жилье в странах с развитой экономикой: последствия для глобальных финансовых рынков

Финансовые бумы и спады в странах с развитой экономикой могут оказывать глубокое воздействие на глобальные финансовые рынки и мировую экономическую активность. Совсем недавно спад, который начался в небольшом сегменте жилищного рынка США, взаимодействуя с финансовыми дисбалансами и факторами уязвимости в других сферах, превратился в глубочайшую глобальную рецессию со времен Великой депрессии. Но обвалы цен на жилье не являются чем-то новым. Поэтому возникает вопрос, как и почему эта ситуация отличалась от прошлых циклов, и какие уроки мы можем извлечь из этого эпизода.

В этой вставке эти вопросы рассматриваются на основе недавних исследований авторов работ Claessens, Kose, and Terrones (2011 и готовится к публикации). Основные выводы заключаются в том, что недавние обвалы цен на жилье в странах с развитой экономикой оказали более серьезное воздействие на глобальные финансовые рынки из-за 1) широкого распространения обвалов цен на жилье по сравнению с прошлыми эпизодами и 2) необычной синхронизации и динамичности финансовых условий в развитых странах и в странах с формирующимся рынком в преддверии кризиса. Глобальные факторы, определяющие финансовые циклы, по-видимому, становятся сильнее, тогда как факторы, характерные для конкретных стран, уменьшились, в том числе в циклах цен на жилье.

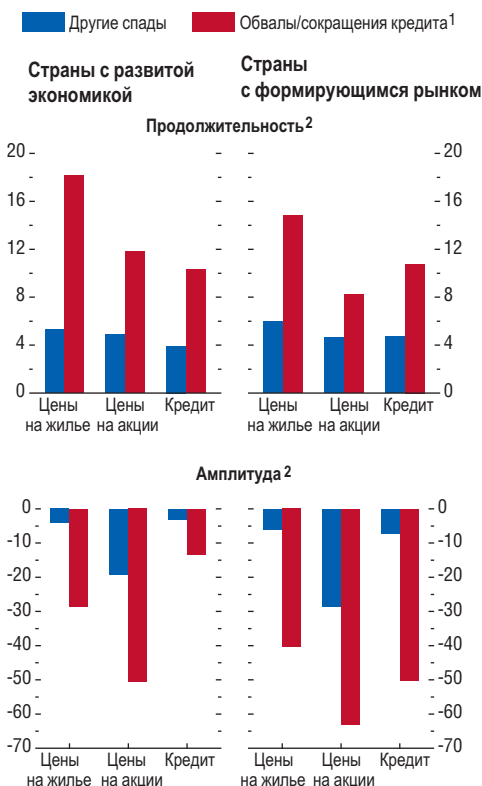
#### В чем отличие этого цикла от предыдущих циклов?

Обвалы цен на жилье в странах с развитой экономикой обычно продолжаются 18 кварталов и связаны с падением цен на жилье на 30 процентов (рис. 1.1.1)<sup>1</sup>. В странах с формирующимся рынком обвалы длятся 15 кварталов и связаны с падением цен на жилье на 40 процентов. Важнейшее отличие от прошлых циклов состоит в том, что последние спады цен на жилье в странах с развитой экономикой были более короткими и менее глубокими, но более внезапными — среднее снижение цен было более резким,

Основным автором настоящей вставки является Марко Терронес.

<sup>1</sup>Обвалы цен на жилье определяются как более интенсивная форма снижений цен на жилье. Снижение считается обвалом, когда реальные цены на жилье снижаются (с пика до низшей точки) более чем на 15 процентов. Обвалы цен на жилье обычно связаны с резким снижением экономической активности. Кроме того, они продолжают дольше и (в силу своего характера) являются более серьезными, чем другие спады.

Рисунок 1.1.1 Финансовые нарушения



Источник: оценки персонала МВФ.

<sup>1</sup> Обвалы означают нижний квартиль падений цен на жилье и акции, соответственно. Сокращения кредита означают нижний квартиль эпизодов уменьшения кредита.

<sup>2</sup> Продолжительность измеряется числом кварталов между пиком и низшей точкой. Амплитуда означает снижение во время спада. Продолжительность соответствует средней величине выборки, тогда как амплитуда соответствует медиане выборки. Нарушение означает нижний квартиль снижений каждой финансовой переменной.

чем в прошлом<sup>2</sup>. Хотя некоторые спады продолжают, продолжительность завершившихся обвалов

<sup>2</sup>В странах с развитой экономикой за период с I кв. 1970 г. по IV кв. 2007 г. наблюдалось 28 эпизодов обвалов цен на жилье. К числу стран с развитой экономикой, которые испытали хотя бы один такой обвал, относятся Австрия, Дания, Ирландия, Испания, Италия, Канада, Нидерланды, Новая Зеландия, Норвегия, Соединенное Королевство, Финляндия, Франция, Швейцария, Швеция и Япония. Ряды данных о ценах на жилье получены в основном от ОЭСР и соответствуют различным показателям индексов цен на жилье или землю в зависимости от страны, являющейся источником данных.

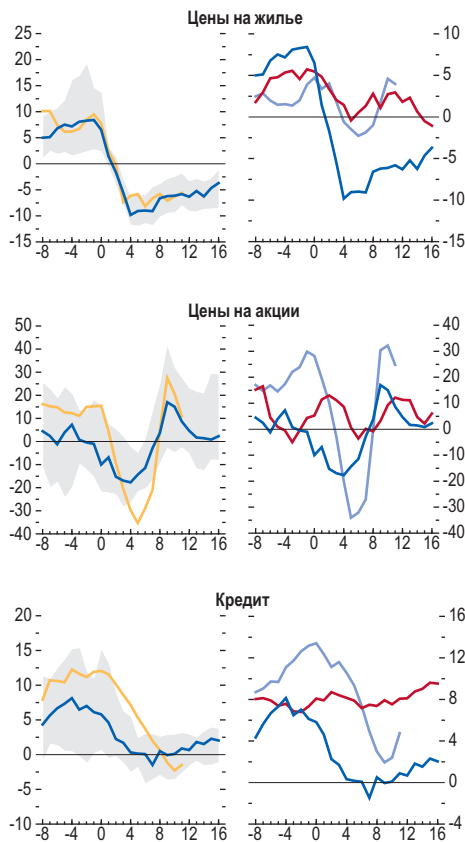
**Вставка 1.1 (продолжение)**

**Рисунок 1.1.2 Воздействие обвалов цен на жилье на страны с развитой экономикой**

(Изменение по сравнению с предыдущим годом; t=0 означает пик; кварталы по оси X)

- Медианные изменения в странах с развитой экономикой во время обвалов цен на жилье в этих странах
- Медиана текущих обвалов цен на жилье<sup>1</sup>
- Снижения в странах с формирующимся рынком во время обвалов цен на жилье в странах с развитой экономикой
- Снижения в странах с формирующимся рынком во время недавних обвалов цен на жилье в странах с развитой экономикой
- 50-процентный интервал изменений во время обвалов цен на жилье в странах с развитой экономикой

**Воздействие на страны с развитой экономикой**      **Воздействие на страны с формирующимся рынком**



Источник: расчеты персонала МВФ.

<sup>1</sup> Включая продолжающиеся обвалы в США и Испании.

цен на жилье составляла лишь 40 процентов от среднего показателя за прошлые периоды, а снижение цен на жилье составляло лишь 60 процентов нормы<sup>3</sup>.

Финансовые рынки в странах с развитой экономикой и странах с формирующимся рынком также испытали более резкие колебания в этом цикле по сравнению с прошлыми циклами. На рис. 1.1.2 отображены медианные темпы роста цен на жилье и акции, а также реального кредита для стран с развитой экономикой, которые испытали обвал цен на жилье, а в панелях справа — для всех стран с формирующимся рынком примерно во время этих обвалов. На этом рисунке нанесены также данные о текущих обвалах цен на жилье (левые панели) и финансовых последствиях для стран с формирующимся рынком (правые панели). Следует отметить, что во время обвалов цен на жилье в странах с развитой экономикой эти цены снижаются в течение длительного периода, обычно четырех лет. В странах с формирующимся рынком, напротив, темпы роста цен на жилье в первый год события несколько замедляются, а затем немного ускоряются.

На рис. 1.1.2 показано также, что недавние обвалы цен на жилье сопровождались резким падением цен на акции и снижением темпов роста кредита. Рынки кредита и жилья во многих странах с развитой экономикой остаются вялыми: население имеет высокий леверидж, а банки реструктурируют свои балансы. Однако в отличие от прошлого падение и восстановление цен на акции имели быстрый и резкий характер. Также в отличие от прошлого воздействие недавних обвалов цен на жилье на формирующиеся рынки было более серьезным:

- Цены на жилье и акции в странах с формирующимся рынком больше реагировали на финансовые изменения в странах с развитой экономикой; однако они быстро восстановились. В некоторых странах цены на жилье и акции уже достигают очень высокого уровня, который в некоторых случаях превышает докризисный.
- Темпы роста кредита в странах с формирующимся рынком существенно замедлились после обвалов цен на жилье. Отчасти это объясняется тем, что ряд стран с формирующимся рынком переживал кредитный бум накануне финансовых потрясений<sup>4</sup>. Рост кредита в большинстве стран с формирующимся рынком в последнее время стал ускоряться, и в одной группе стран кредит вновь стал очень динамичным.

<sup>3</sup>У продолжающихся обвалов цен на жилье глубина и продолжительность, аналогичным образом, также меньше, чем обычно наблюдалось во время прошлых обвалов на сопоставимых стадиях.

### Вставка 1.1 (продолжение)

#### Почему этот цикл отличается от предыдущих циклов?

Различия между этим циклом и предыдущими способствовали два основных фактора. Во-первых, в этом цикле необычно большое число стран одновременно испытывало либо снижение, либо обвал цен на жилье. Данные за период по третий квартал 2010 года указывают, что почти все из 21 страны с развитой экономикой пережили снижение цен<sup>5</sup> и что пять стран испытывали (Дания, Новая Зеландия, Соединенное Королевство) или испытывают (Испания, США) обвал цен на жилье. Ближайший к текущему исторический эпизод наблюдался в начале 1990-х годов. Однако важнейшее отличие от прошлых ситуаций заключается в том, что США, на долю которых приходится львиная доля мировых финансовых операций, впервые испытывают обвал цен на жилье.

Во-вторых, степень синхронизации циклов финансового рынка в разных странах в этот раз была выше. Синхронизация финансовой переменной между странами может быть измерена с помощью индекса соответствия, который показывает долю времени, когда переменная находится в той же фазе соответствующего цикла в двух странах. В рамках анализа ретроспективных данных изучается характер и взаимодействие финансовых циклов для 21 страны с развитой экономикой и 23 стран с формирующимся рынком с использованием квартальных данных за 1960–2007 годы. Результаты изложены в таблице 1.1.1.

Как показано в таблице, почти половину времени цены на жилье, цены на акции и кредит находятся

<sup>4</sup>В соответствии с работой Mendoza and Terrones (2008), кредитные бумы определяются как чрезмерное увеличение реального кредита по сравнению с трендом. К числу стран, которые испытали бум в 2007–2008 годах, относятся Венесуэла, Индия и Южная Африка. САР Гонконг в настоящее время переживает кредитный бум, а Китай приближается к состоянию бума. (Имеются также данные о том, что некоторые страны Восточной Европы и Нигерия, которые не включены в выборку стран с формирующейся рыночной экономикой, также пережили кредитный бум.)

в той же фазе цикла. Однако в период перед глобальным финансовым кризисом (то есть в 2003–2007 годах) финансовые циклы были в большей мере синхронизированы между странами, особенно на рынках кредита и акций<sup>6</sup>. Это может отражать разнообразные факторы, в том числе растущее значение глобальных факторов в определении финансовых колебаний, увеличивающуюся роль крупных международных финансовых компаний и усиления международной финансовой интеграции.

Некоторые дополнительные основные выводы:

- Рынки акций в странах с развитой экономикой и странах с формирующимся рынком являются высоко синхронизированными, но рынки жилья синхронизированы в меньшей степени. Эти выводы соответствуют представлению о том, что рынки акций более тесно интегрированы в международном плане, а рынки жилья менее интегрированы, но не являются независимыми друг от друга. Последнее обстоятельство отражает тот факт, что хотя жилье является типичным необращаемым активом, основные факторы, определяющие цены на жилье (такие как доходы и процентные ставки) часто изменяются совместно в международном масштабе.
- Рынки кредита в значительной мере синхронизированы между странами с развитой экономикой и между этой группой стран и странами с формирующимся рынком. Вместе с тем они меньше синхронизированы между странами с формирующимся рынком. Это может объясняться мощными трансграничными связями банков в странах с раз-

<sup>5</sup>В некоторых из этих стран, включая Канаду, Грецию и Японию, снижение цен на жилье продолжается, поэтому нет достаточных оснований относить их к категории тех, которые испытали обвал цен.

<sup>6</sup>В этих результатах не учтен опыт стран Европы с формирующимся рынком, финансы которых существенно интегрированы в Западную Европу, поскольку эти страны не включены в выборку из-за отсутствия данных.

**Таблица 1.1.1. Синхронизация финансовых рынков различных стран**

	Страны с развитой экономикой	Страны с формирующимся рынком	Страны с развитой экономикой и страны с формирующимся рынком
Цены на жилье	0,59	0,49	0,50
2003–07	0,74	0,49	0,60
Цены на акции	0,71	0,62	0,61
2003–07	0,90	0,80	0,81
Кредит	0,74	0,48	0,65
2003–07	0,92	0,83	0,87

Источник: оценки персонала МВФ.

Примечание. Приведенная статистика соответствует медиане средних значений по странам.



**Вставка 1.1 (окончание)**

витой экономикой и их важной ролью в странах с формирующимся рынком. Кроме того, кредитные шоки, возникающие в крупных развитых странах, таких как США, оказывают существенное влияние на условия кредитования в странах с формирующимся рынком. В преддверии финансового кризиса рынки кредита были особенно синхронизированы между странами с развитой экономикой и странами с формирующимся рынком, что отчасти было вызвано адаптивными денежно-кредитными условиями, в том числе низкими процентными ставками в странах с развитой экономикой.

**Выводы для экономической политики**

В прошлом макроэкономическая и пруденциальная политика базировалась в основном на соображениях внутреннего характера. Значительно большая синхронизация финансовых и жилищных рынков, очевидная в этом цикле, означает, что в надзоре и внутренней экономической политике необходимо в значительно большей мере учитывать международные изменения, чем в прошлом. Может оказаться недостаточным обеспечить осмотрительное управление кредитами, предоставляемыми резидентам отечественными финансовыми организациями, и прочное положение внутрен-

него рынка жилья. В будущем директивным органам, возможно, будет необходимо учитывать изменения на географически удаленных финансовых рынках и принимать меры для защиты своих финансовых организаций от рисков, создаваемых этими рынками.

Более актуально то, что финансовые рынки в странах с формирующимся рынком быстро восстановились после отрицательного воздействия недавних обвалов цен на жилье в странах с развитой экономикой. Под влиянием адаптивной макроэкономической политики и мощного притока капитала цены на жилье и акции в этих странах динамично растут и в некоторых случаях уже превысили докризисный уровень. Официальным органам необходимо тщательно следить за этими изменениями, иметь в виду возможность ужесточения макроэкономической политики и укреплять макропруденциальное регулирование.

Рынки кредита и жилья в странах с развитой экономикой все еще слабые, что обычно бывает после обвалов цен на жилье. Меры для ускорения восстановления балансов домашних хозяйств и реструктуризации банков способствовали бы прекращению продолжающегося снижения цен на жилье и их обвалов и улучшению условий кредитования.

**Вставка 1.2. Менее благоприятные сценарии «Перспектив развития мировой экономики»**

В представленных здесь сценариях используется Глобальная интегрированная монетарная и фискальная модель МВФ (ГИМФ) для того, чтобы учесть возможные последствия для перспектив мировой экономики, если в базисном прогнозе потенциальный объем производства в некоторых регионах мира завышен. Хотя сформировалось общее мнение, что потенциальный объем производства сейчас ниже, чем это прогнозировалось до недавнего финансового кризиса, есть риск, что корректировки в сторону снижения были недостаточно большими. В сценариях рассматриваются вероятные заблуждения относительно текущего уровня потенциального объема производства и его роста на протяжении горизонта прогнозирования ПРМЭ в США, странах Азии и некоторых других странах с формирующимся рынком. Полученные результаты показывают, как эти заблуждения могут привести к заметно более высоким темпам инфляции в ближайший период, резко замедлению роста и увеличению внешних дисбалансов, как только директивные органы и рынки признают эту ошибку.

Рассматриваются два альтернативных сценария. В первом последствием ошибок в экономической политике, связанных с переоценкой потенциального объема производства, является лишь более значительная макроэкономическая изменчивость в условиях, когда страны приближаются к истинному потенциальному объему производства. Во втором такие ошибки приводят к большим издержкам. Первоначальное ускорение инфляции прочнее закрепляется в ожиданиях, а для установления вновь контроля над инфляционными ожиданиями требуется более длительный период роста ниже потенциального.

Оценить устойчивый объем производства на основе данных за прошлые периоды непросто даже в самых благоприятных условиях. Однако сделать это еще сложнее, когда самые последние данные охватывают эпизод бума и спада, подобный тому, который только что испытала мировая экономика. Оценки текущего уровня потенциального объема производства для многих стран могут не полностью учитывать масштабы уничтожения капитала, вызванного финансовым кризисом, или его воздействием на структурную безработицу. Прогнозируемые темпы роста потенциального объема производства могут быть чрезмерно оптимистичными и исходить из предположения, что очень большая доля экономической динамики за последнее десятилетие отражает основные показатели, а не симптомы финансовых эксцессов, которые в конечном итоге привели к кризису.

Основным автором настоящей вставки является Бенджамин Хант. Свой вклад внесли Мика Кортелайнен и Стивен Снадден.

В этих сценариях предполагается, что базисный прогноз завышает уровень потенциального объема производства в 2015 году примерно на 6 процентов в Китае, 4 процента в странах Азии с формирующимся рынком, кроме Китая, 3 процента в США и 2,5 процента в остальных странах<sup>1</sup>. Оценки потенциального объема производства в зоне евро и Японии считаются в целом правильными. В соответствующих случаях как начальные условия, так и темпы роста на протяжении горизонта прогнозирования ПРМЭ содержат ошибки. Предполагается, что ошибки в отправной точке на конец 2010 года составляют приблизительно 1,5 процента в США и остальных странах и 2 процента в Китае и странах Азии с формирующимся рынком, кроме Китая. Остающиеся ошибки вызваны завышением роста потенциального объема производства в каждый год горизонта прогнозирования. Это предполагает отклонения в годовых темпах роста потенциального объема производства примерно на  $\frac{3}{4}$  процентных пункта в Китае,  $\frac{1}{2}$  процентных пункта в других странах Азии с формирующимся рынком и  $\frac{1}{4}$  процентных пункта в США и остальных странах. Предполагается, что никто не признает ошибку до 2013 года<sup>2</sup>.

В первом сценарии, как только директивные органы признают эту ошибку, потребуются резко ужесточить денежно-кредитную политику, чтобы вернуть инфляцию к целевому уровню. Рынки также среагируют и повысят ставки кредитования на дополнительную величину, которая примерно пропорциональна величине заблуждения относительно потенциального производства. По сути, понимание того, что денежно-кредитные условия были излишне мягкими в течение длительного периода, вызывает опасения относительно исходного качества активов. Поэтому сценарий включает временное, но продолжительное повышение рыночных процентных ставок частного сектора дополнительно на 150 базисных пунктов в Китае, 100 базисных пунктов в США и в странах Азии с формирующимся рынком, кроме Китая, и 50 базисных пунктов в зоне евро и остальных странах (рис. 1.2.1).

В первые два года реальный ВВП увеличивается согласно базисному прогнозу. Однако с учетом заблуждения относительно производственного потенциала

<sup>1</sup>Группа остальных стран включает все страны мира, кроме США, зоны евро, Японии, Китая и стран Азии с формирующимся рынком.

<sup>2</sup>При альтернативном варианте руководители должны были бы постепенно узнавать о своих заблуждениях относительно потенциального объема производства и начать ужесточать свою политику до 2013 года. Если бы это произошло, реальный ВВП был бы ниже базисного прогноза до 2013 года, а последующая макроэкономическая изменчивость снизилась бы.

**Вставка 1.2 (продолжение)**

**Рисунок 1.2.1. Первый менее благоприятный сценарий ПРМЭ: последствия завышения потенциального производства**

(Отклонения от базисного прогноза в процентных пунктах)



Источник: расчеты в рамках Глобальной интегрированной монетарной и фискальной модели.

во многих регионах мира возникнет давление со стороны спроса и инфляция вырастет сверх базисного прогноза. Наиболее резко она увеличится в Китае и других странах Азии с формирующимся рынком, но она также вырастет в США и остальных странах. Хотя в анализе это явно не указывается, давление спроса и инфляционное давление будут наиболее острыми в странах с формирующейся рыночной экономикой, относящихся к группе остальных стран, особенно в тех, кто сильно зависит от экспорта бир-

жевых товаров. Хотя повышение инфляции будет указывать ФРС на ошибку относительно потенциального объема производства, медленный подъем на рынке труда в сочетании с чрезмерно оптимистичным мнением относительно уровня структурной безработицы может предотвратить своевременную корректировку денежно-кредитных условий. Опасения относительно конкурентоспособности в других регионах мира могут привести к излишне мягким условиям и в этих регионах, несмотря на высокую инфляцию.

Директивные органы и рынки не признают истинный потенциальный объем производства и его будущую динамику до 2013 года. Это ведет к повышению ставок интервенции и дополнительному повышению рыночных процентных ставок частного сектора. Более высокие процентные ставки, признание вялого роста будущих доходов и последующая бюджетная корректировка — все это будет способствовать резкому снижению темпов роста частного потребления и инвестиций. Реальный рост ВВП в 2013 году снизится почти на 4 процента в Китае, 3 процента в других странах Азии с формирующимся рынком, примерно на 2 процента в США и остальных странах. Снижение роста в зоне евро и Японии является намного менее резким. В 2014 году темпы роста все еще остаются ниже базисного прогноза ПРМЭ, но возвращаются близко к этим значениям к 2015 году. Резкое замедление роста достаточно для того, чтобы к 2015 году вернуть инфляцию к базисному уровню.

В рамках этого сценария глобальные дисбалансы должны еще больше увеличиться. Страны, уже имеющие большие профициты (Китай и другие страны Азии с формирующимся рынком), испытают улучшение сальдо счетов текущих операций, поскольку корректировка совокупного спроса в этих регионах является наибольшей. В условиях быстрого замедления роста потребления и инвестиционного спроса резко снизится рост импорта, что приведет к росту торгового сальдо. В США и остальных странах счета текущих операций в основном не меняются, поскольку замедленный рост импорта в целом соответствует темпам замедления роста экспорта. В зоне евро и Японии, где не требуется корректировки внутреннего спроса, более вялый рост у торговых партнеров приводит к замедлению роста экспорта, а их сальдо счетов текущих операций ухудшается.

Во втором сценарии первоначальный всплеск инфляции начинает прочнее закрепляться в ожиданиях, что является возможным в глобальных условиях, где высокие и растущие цены на биржевые товары, скорее всего, будут поддерживать общий уровень инфляции намного выше уровня, наблюдавшегося в последнее время. Помимо более устойчивой высокой инфляции, предполагается, что опасения рынка относительно качества активов после бума будут более

### Вставка 1.2 (окончание)

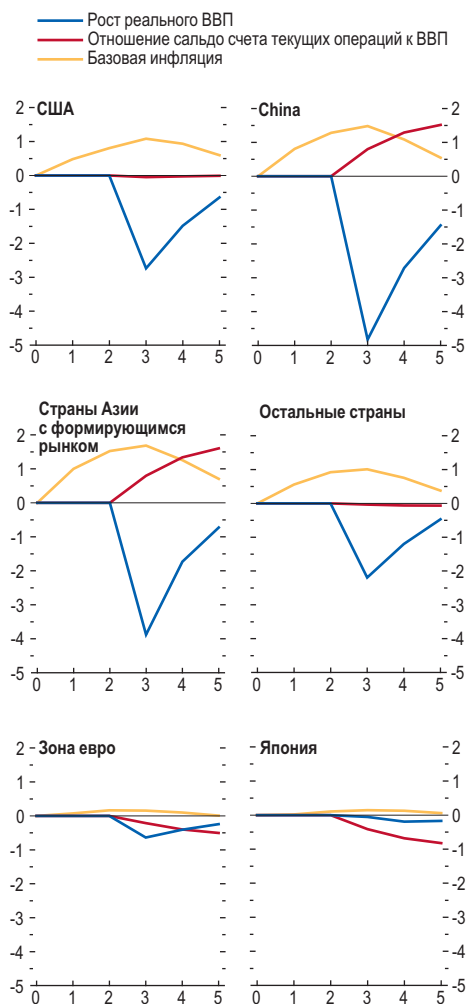
серьезными. Следовательно, как только директивные органы признают ошибку и поднимут ставки интервенции, рынки повысят ставки кредитования еще выше, чем в первом сценарии. Рыночные процентные ставки превысят ставки интервенции дополнительно на 300 базисных пунктов в Китае, 200 базисных пунктов в США и в странах Азии с формирующимся рынком, кроме Китая, и 100 базисных пунктов в зоне евро и остальных странах (рис. 1.2.2).

В этом сценарии также предполагается, что в первые два года темпы роста ВВП соответствуют темпам базисного прогноза, но при потенциальном объеме производства ниже ожидавшегося избыточное давление со стороны спроса приводит к тому, что инфляция превышает траектории в базисном прогнозе. Как только разработчики денежно-кредитной политики и рынки признают ошибку в 2013 году, более сильная ответная реакция в виде повышения процентных ставок ведет к более резкому замедлению роста. Снижение темпов наиболее драматично в Китае, где рост ВВП упадет примерно на 5 процентных пунктов, за ним следуют страны Азии с формирующимся рынком, где рост снизится почти на 4 процентных пункта. В США рост снизится на величину, близкую к 3 процентным пунктам, а остальных странах — немногим более чем на 2 процентных пункта. Более стойкий характер инфляции означает, что процентные ставки должны оставаться на более высоком уровне более длительное время, в результате чего темпы роста ВВП будут существенно ниже базисного прогноза в 2014 и 2015 годах. Несмотря на значительное избыточное предложение в этих странах, инфляция не вернется на целевой уровень к концу горизонта прогнозирования ПРМЭ, что означает, что может потребоваться поддерживать рост ниже его потенциальных темпов в период после 2015 года. Неудивительно, что в условиях, когда заблуждение относительно уровня потенциального производства в этом сценарии оказывает более мощное воздействие на реальную активность, глобальные дисбалансы увеличиваются еще больше.

Для директивных органов эти сценарии показывают, как возможные ошибки в оценке уровня потенциального производства могут привести к значительной изменчивости роста и инфляции, а также к увеличению глобальных дисбалансов, если эта ошибка признается не сразу. Кроме того, если высокая инфляция закрепится в ожиданиях, для восстановления низкой и стабильной инфляции потребуются существенное постоянное снижение роста реального ВВП. Директивным органам следует внимательно наблюдать за фактическими показателями базовой инфляции, с тем чтобы учитывать их в оценках исходного потенциального объема производства и структурной безработицы, они должны быть

**Рисунок 1.2.2. Второй менее благоприятный сценарий ПРМЭ: последствия завышения потенциального производства при стойкой инфляции**

(Отклонения от базисного прогноза в процентных пунктах)



Источник: расчеты в рамках Глобальной интегрированной монетарной и фискальной модели.

готовы регулярно пересматривать эти оценки. В случае стран с формирующимся рынком, где уже проявляются признаки перегрева, проблемы конкурентоспособности должны отойти на второй план. Сдерживание инфляционного давления на раннем этапе может существенно снизить волатильность экономики в будущем.

### Вставка 1.3. Международные вторичные эффекты и разработка макроэкономической политики

Продолжительный и суровый характер Великой рецессии обусловил принятие различных нетрадиционных антикризисных мер в ряде стран. Это особенно справедливо в случае США, где множество программ поддержки ликвидности, обозначенных разнообразными сокращениями, дополнялись двумя раундами так называемого «количественного смягчения». Самый последний раунд, который ряд наблюдателей окрестил «QE2», в некоторых кругах был встречен с негодованием, отчасти из-за того, что решительные действия ФРС для восстановления занятости до нормального уровня воспринимаются как наносящие ущерб интересам стран с небольшой экономикой, особенно тех, которые не считают, что у них есть значительное избыточное предложение. С учетом этого опыта возобновились призывы к международной координации экономической политики. В этой вставке избирательно рассматриваются некоторые аспекты данной проблемы, основное внимание уделяется координации денежно-кредитной политики, но в конце говорится несколько слов о налогово-бюджетной политике.

Забегая вперед, следует отметить, что координация экономической политики может обеспечить результаты, которые превосходят результаты на основе политики, продиктованной лишь национальными интересами. Вместе с тем, выясняется, что аргументы в пользу систематической координации денежно-кредитной политики не являются такими вескими, как можно предположить, хотя круг моделей, где анализируется этот вопрос, все еще весьма ограничен. Безусловно, целесообразно провести дополнительные исследования. В отличие от этого, необходимость координации налогово-бюджетной политики легче обосновать.

Из общественной дискуссии следует, что аргументы в пользу координации экономической политики — особенно крупных стран или групп малых стран — являются неопровержимыми. В конечном итоге, в период недостаточного внутреннего спроса во многих странах у всех стран есть стимул «выбраться из рецессии за счет экспорта», даже если арифметические данные по торговым счетам делают это невозможным. Однако в экономической литературе это положение не является столь очевидным. В контексте денежно-кредитной политики работа Obstfeld and Rogoff (1995) послужила вехой, в ней на простой модели для двух стран было продемонстрировано, что «эгоистичную политику» трудно улучшить. В последующих исследованиях этот результат был смягчен, но, предположительно, не таким образом, чтобы опровергнуть доводы в пользу эгоистичной денежно-кредитной политики, по крайней мере, как разумной аппроксимации

Автором настоящей вставки является Роберт Тетлоу.

оптимальной политики<sup>1</sup>. Если теория является неоднозначной, то количественные оценки еще больше неоднозначны, хотя бы потому что их очень мало.

Для иллюстрации рассмотрим варианты мер политики, имеющиеся у органа денежно-кредитного регулирования малой страны, действующей в мире, где доминирует намного более крупная страна. Для учета негибкости и несовершенств механизма передачи воздействия обменного курса, выделявшихся до настоящего времени в литературе для обоснования необходимости координации, мы используем вариант модели глобальной экономики (МГЭ), применявшейся в работе Laxton and Pesenti (2003)<sup>2</sup>. Предполагается, что обе страны проводят денежно-кредитную политику, следуя какому-либо варианту правила Тейлора, самой обобщенной формой которого является

$$R = \alpha_R R_{t-1} + (1 - \alpha_R)(r^* + \bar{\pi}_t) + \alpha_y y_t + \alpha_\pi (\bar{\pi}_t - \pi^*) + \alpha_e (\Delta e_t - \Delta e^*),$$

где  $R$  — номинальная ставка интервенции;  $\bar{\pi}$  — инфляция (за четыре квартала);  $\Delta e$  — изменение (логарифма) реального валютного курса;  $r^*$  — равновесная реальная процентная ставка. В рамках этой процедуры  $r^*$  и целевой уровень инфляции,  $\pi^*$ , принимаются постоянными и нормализуются к нулю; некоторые последствия такого предположения рассматриваются ниже.

Предположим, что большая страна не учитывает последствия своих действий для малой страны (что естественно ввиду относительных размеров двух стран). Один из способов охарактеризовать критический анализ денежно-кредитной политики США в последнее время заключается в том, чтобы рассмотреть правила политики для большой страны, которая устанавливает большой коэффициент для разрыва между фактическим и потенциальным объемом производства, жертвуя другими целями для быстрого восстановления экономической активности до равновесного уровня после шоков. Принимая это во внимание,

<sup>1</sup> Аргументы в пользу координации денежно-кредитной политики обычно зависят от негибкости, которая замедляет передачу воздействия внешних шоков на общий уровень внутренних цен. Неполная или запоздалая передача воздействия обменного курса препятствует корректировке реальной заработной платы до ее равновесного уровня и приводит к колебаниям в занятости, которые в противном случае не возникли. Полный перечень литературы может включать работы Betts and Devereux (2000), Pappa (2004), и Corsetti and Pesenti (2005).

<sup>2</sup> МГЭ — линеаризованная двухсторонняя модель на микрооснове, предусматривающая внешнеторговые и невнешнеторговые товары, монополистскую конкуренцию на рынке труда и рынках некоторых товаров, негибкие цены и неполную передачу воздействия обменного курса, которая объясняется как наличием промежуточных товаров, так затратами на корректировку. См. более подробно в Laxton and Pesenti (2003).

### Вставка 1.3 (продолжение)

в приводимой ниже процедуре такое направление и другие курсы в политике учитываются путем допущения об изменении коэффициента разрыва между фактическим производством и потенциальным для большой страны,  $\alpha_y$ , от нуля до 3<sup>3</sup>. Малая страна принимает правило политики большой страны как данное, а затем выбирает коэффициент для члена валютного курса в правиле политики малой страны, сохраняя другие коэффициенты постоянными для сведения к минимуму следующей функции потерь<sup>4</sup>:

$$L = \sum_{i=0}^{\infty} y_{t+i}^2 + (\pi_{t+i} - \pi^*)^2 + \frac{1}{2} (\Delta R_{t+i})^2.$$

Если выбранная политика большой страны вредит росту малой страны и если контроль за валютным курсом помогает компенсировать политические решения большой страны,  $\alpha_y$  для малой страны будет существенно отличаться от нуля, а воздействие на экономические показатели малой страны, измеряемое функцией потерь, будет значительным<sup>5</sup>.

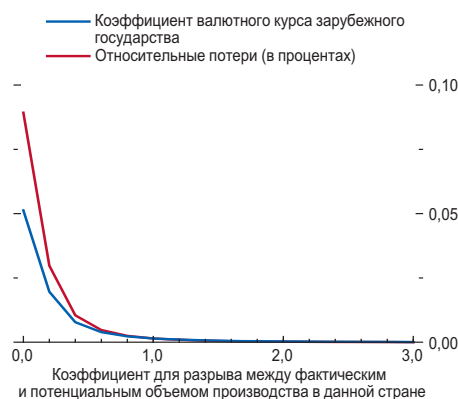
Результаты этой процедуры в краткой форме изложены на рис. 1.3.1. Коэффициент для разрыва между фактическим и потенциальным объемом производства большой страны отложен по горизонтальной оси. Обратив вначале внимание на голубую линию, можно сделать несколько важных наблюдений. Во-первых, наклон линии вниз показывает, что большая страна придает все большее значение борьбе с колебаниями объемов производства, коэффициент валютного курса малой страны *снижается*; только когда большая страна не уделяет

<sup>3</sup> Для модели этого класса,  $\alpha_y=3$  представляет собой очень высокий коэффициент. Для принимающей страны базисные параметры для правила политики:  $\alpha_R=1$ ,  $\alpha_\pi=0,7$ ,  $\alpha_y$  различен, и  $\alpha_c=0$ . Результаты аналогичны для других параметров принимающей страны и, в частности, для  $\alpha_c \neq 0$ . Для иностранного государства:  $\alpha_R=0,97$ ,  $\alpha_\pi=0,7$ ,  $\alpha_y=0,4$ , а  $\alpha_c$  оптимизирован. Коэффициенты зарубежной страны очень близки к оптимальным при условии отсутствия обратной связи относительно валютного курса.

<sup>4</sup> Оптимизация формально проводится в численном виде путем минимизации функции потерь в зависимости от (линейной) модели; формы правила политики; модели принимающей страны, в том числе ее правила политики; и матрицы вариации-ковариации стохастических шоков. Это — та же самая функция потерь, которая использовалась в работе Laxton and Pesenti (2003).

<sup>5</sup> Проведенный здесь эксперимент представляет собой ограниченную версию эксперимента, где все четыре параметра правил политики обеих стран оптимизируются по каждой стране, определяя стратегию, известную как стратегия Нэша в правилах Тейлора, или совместно используя средневзвешенное функций потерь двух стран, определяя совместную стратегию в правилах Тейлора. Эта более общая процедура оказалась численно проблематичной для такой большой и сложной модели, как МГЭ; вместе с тем, эксперименты, оказавшиеся возможными, указывают на то, что настраиваются те же выводы, которые изложены в тексте.

**Рисунок 1.3.1. Оптимизированный коэффициент валютного курса и относительные потери как функция реакции на разрыв между фактическим и потенциальным объемом производства в данной стране<sup>1</sup>**



Источник: расчеты персонала МВФ.  
<sup>1</sup> Все другие коэффициенты правила политики принимаются фиксированными.

практически никакого внимания (непосредственно) валютному курсу, малая страна имеет основание реагировать на валютный курс, по крайней мере через обычные каналы денежно-кредитной политики. Во-вторых, количественные последствия для денежно-кредитной политики в отношении валютного курса не очень велики: коэффициент обратной связи никогда не превышает 0,1<sup>6</sup>. Полученные результаты указывают на то, что цели больших и малых стран в основном дополняют друг друга: когда большая страна принимает меры для стабилизации реальной активности внутри своих границ, она уменьшает то, что в противном случае было бы отрицательными вторичными эффектами спроса в отношении остального мира. То обстоятельство, что коэффициент валютного курса в правиле политики для малой страны никогда не имеет очень большой величины, напоминает о том, что стабилизация инфляции, которую страна проводит здесь во всех случаях, в значительной мере стабилизирует объем производства, независимо от коэффициента обратной связи для разрыва между фактическим и потенциальным объемом производства.

<sup>6</sup> Хотя эта процедура была проведена для особых правил в отношении обеих стран, основные выводы при разумных спецификациях остаются теми же. Однако результаты будут отличаться, если параметры правила политики для зарубежного государства намного отличаются от оптимальных, когда член валютного курса опускается. В таких условиях оптимизированный член валютного курса будет грубо отражать воздействие членов обратной связи на объем производства или инфляцию.

### Вставка 1.3 (окончание)

Рассмотрим теперь красную линию. Линия показывает дополнительные затраты в процентах (правая шкала) при полном исключении члена валютного курса. Ввиду малой величины коэффициентов обратной связи для члена валютного курса, вероятно, неудивительно, что потери от отказа от обратной связи в отношении валютного курса очень малы и никогда не превышают 0,1 процента. Главная идея, по крайней мере в этом контексте, заключается в выводе Obstfeld and Rogoff (2002): две страны, проводящие ориентированную на внутренние потребности политику, добиваются неплохих, хотя и не совсем оптимальных результатов. Важно отметить, что речь не идет о том, что вторичные эффекты большой страны несущественны для малой страны, а о том, что продуманная денежно-кредитная политика, сосредоточенная на важнейших макроэкономических целях, хорошо защищает малую страну. Это обеспечивается за счет приведения ожиданий частных экономических агентов в соответствие с целями директивных органов; первые становятся своего рода инструментом для последних<sup>7</sup>.

Безусловно, есть некоторые оговорки. Во-первых, результаты зависят от знания органами денежно-кредитного регулирования не только модели своей экономики, но и экономики другой страны<sup>8</sup>. Во-вторых, процедура оптимизации проводилась для расчетной матрицы вариации-ковариации шоков, но если шоки во время конкретного эпизода окажутся нетипичными, предписанные меры политики могут быть неуместными. Это особенно верно в случае, если данные шоки меняют динамическую структуру экономики<sup>9</sup>. В-третьих, эти результаты зависят от модели и всех

<sup>7</sup>Здесь специально не включаются в число рассматриваемых валютных режимов целевой показатель валютного курса, де-факто или де-юре. При целевом валютном курсе зарубежное государство наследует любую денежно-кредитную политику, которую принимает данная страна. Во вставке 1.1 апрельского выпуска «Перспектив развития мировой экономики» 2010 года анализируются режимы, основанные на установлении целевых валютных курсов, во время последнего кризиса.

<sup>8</sup>Серьезность этой ошибки спецификации зависит от обстоятельств. Следует отметить, что видимая неправильная спецификации матрицы вариации-ковариации шоков часто является симптомом более общей ошибки спецификации в исходной модели. В работе Frankel and Rockett (1988) приводится количественная оценка ошибок, которые могут возникнуть в координации экономической политики, когда модель для руководителей неправильно определена.

<sup>9</sup>Например, шоки, которые более мощные и продолжительные, чем обычно, могут приводить к макроэкономическим результатам, которые заставляют частных экономических агентов сомневаться в режиме денежно-кредитной и налогово-бюджетной политики. Скоординированные меры могут использоваться для восстановления равновесия рациональных ожиданий. Пример соответствующего рода см. Eusepi and Preston (2008).

ее особенностей, в том числе линейного характера и рациональных ожиданий. Эти условия могут быть важными. Например, проделанный здесь линейный анализ не учитывает эффективный нижний предел номинальных процентных ставок, который в настоящее время является жестким ограничением для властей некоторых стран. В существующей литературе рассматривается лишь ограниченный круг искажений, которые могут послужить основанием для сотрудничества. Несомненно, необходимо провести дальнейшие исследования по этим и другим вопросам. Тем не менее, приведенные здесь результаты, которые не противоречат экономической литературе, указывают на то, что основания для координации денежно-кредитной политики являются ограниченными, по крайней мере, в нормальных условиях и при обычных моделях.

Мы увидели, что основания для координации денежно-кредитной политики не такие очевидные, как можно было ожидать. Распространяется ли этот вывод на налогово-бюджетную политику? Выше отмечалось, что в рамках анализа равновесная реальная процентная ставка,  $r^*$ , принималась как константа. Это разумное допущение для стран, традиционно проводящих стабильную денежно-кредитную политику. В таких условиях проведение денежно-кредитной политики представляет собой относительно простую процедуру по стабилизации экономики близко к определенному стационарному состоянию. Положение в области налогово-бюджетной политики может быть совсем иным. Хотя демонстрация этого выходит за рамки настоящей вставки, налогово-бюджетная политика может воздействовать на равновесную реальную процентную ставку, устойчивый объем производства и нейтральный уровень инструмента политики, иногда таким образом, что это трудно измерить. Поэтому налогово-бюджетная политика связана с сопоставлением выгод или потерь в краткосрочном плане с постоянными, но отложенными выгодами или потерями в долгосрочном плане, когда экономика приближается к новому стационарному состоянию. Итак, если денежно-кредитная политика страны в целом уже обоснована, корректировка налогово-бюджетной политики сопряжена, как правило, с более высокими рисками. Кроме того, налогово-бюджетная политика в больших странах или группах малых стран может воздействовать на мировые реальные процентные ставки и, следовательно, на стационарное состояние других стран. Поэтому представляется обоснованным сделать заключение, что аргументы для координации макроэкономической стабилизационной политики сильнее для случае налогово-бюджетной, чем денежно-кредитной политики.

#### Вставка 1.4. Привело ли Соглашение «Плаза» к потерянному десятилетиям Японии?

Дискуссия о перебалансировании пробудила интерес к опыту Японии в период с конца 1980-х годов. Некоторые утверждают, что эта история служит предостережением и демонстрирует опасности переориентации экономики путем укрепления валюты («Жэньминь Жибао», 2010). Они заявляют, что укрепление иены после Соглашения «Плаза» вынудило власти применять компенсировавшие это укрепление макроэкономические стимулы, которые затем привели к необычному буму цен на активы, за которым наступил необычно болезненный спад. В течение трех десятилетий Япония была одной из наиболее быстро растущих стран мира, но с 1990 года реальный рост ВВП составлял лишь 1,1 процента, тогда как цены устойчиво снижались. В результате размеры экономики Японии сегодня примерно такие же, как и в начале 1990-х годов. Последовательность событий очевидна и поразительна. Но есть основания сомневаться, что это действительно было неизбежно и действительно ли Соглашение «Плаза» было прямой причиной «потерянных десятилетий» Японии.

##### Что произошло?

События начались в сентябре 1985 года, когда делегаты стран «Группы пяти» встретились в отеле «Плаза» в Нью-Йорке, объявили курс доллара США завышенным и объявили план мер по исправлению ситуации<sup>1</sup>. Суть плана заключалась в том, что основные страны с профицитом по счету текущих операций (Япония и Германия) должны были стимулировать внутренний спрос и укрепить свои валюты. По существу соглашение ознаменовало собой значительное изменение в режиме денежно-кредитной политики: ФРС давала сигнал, что после длительной и успешной борьбы с инфляцией она была готова смягчить политику, позволив курсу доллара снижаться и сосредоточившись в большей мере на росте экономики. Этот сигнал подкреплялся скоординированной интервенцией на валютном рынке и последовательным снижением краткосрочных ставок США. Соответственно, эти меры привели к исключительно большому повышению курса иены, составлявшему к концу 1986 года 46 процентов к доллару и 30 процентов в реальном эффективном выражении. (Курс марки ФРГ вырос на схожую величину.)

В результате рост экспорта и ВВП Японии в первой половине 1986 года по существу остановился, что вынудило власти ввести значительные макроэконо-

мические стимулы. В условиях рецессии и быстрого укрепления валюты власти подвергались значительному давлению. Они отреагировали, приняв масштабные макроэкономические стимулы. Процентные ставки интервенции были снижены примерно на 3 процентных пункта, такой курс проводился до 1989 года. В 1987 году был принят крупный пакет бюджетных мер, хотя во второй половине 1986 года уже начался активный подъем. К 1987 году в производстве Японии наблюдался бум, но бум происходил также в сфере кредита и цен на активы, при этом цены на акции и городскую землю с 1985 года по 1989 год выросли в три раза. Затем в январе 1990 года «пузырь» цен на акции лопнул. Акции за год потеряли треть своей стоимости, и последовали два десятилетия плохих экономических показателей (рис. 1.4.1). Сегодня номинальные цены на акции и землю вернулись на свой уровень начала 1980-х годов, составляющий от четверти до трети прошлых пиковых значений.

Критически важный вопрос заключается в том, была ли такая последовательность событий неизбежной. Иными словами, заставило ли Японию укрепление иены ввести мощные стимулы для поддержания роста, которые затем вызвали вздутие цен, приведшие к потерянному десятилетиям, когда они обвалились? Рассмотрим каждый этап по очереди.

##### Были ли необходимы такие масштабные стимулы?

Исследования указывают на то, что смягчение денежно-кредитной политики действительно могло быть чрезмерным. Оценки в работах Jinushi, Kuroki, and Miyao (2000) и Leigh (2010), в частности, показывают, что в 1986–1988 годах ставка интервенции была до 4 процентных пунктов ниже ставки, предполагаемой правилом Тейлора на основе прогнозов производства и инфляции. Тогда зачем центральный банк проводил такую политику? Одна из главных причин состоит в том, что текущая инфляция оставалась достаточно контролируемой, что привело к утверждениям некоторых экономистов, что растущие темпы роста отражали не циклический бум, а «новую эру» более высоких потенциальных темпов роста. Этот рост был особенно отраден, потому что он был вызван внутренним спросом, что являлось одним из важнейших обязательств по Соглашению «Плаза».

Но в докладе МВФ того времени указывается на воздействие, оказываемое также другим фактором. Власти беспокоились, что более высокие процентные ставки дополнительно укрепят иену и это повышение курса в конечном счете серьезно скажется на экономике. В итоге внешний спрос действительно умень-

Основными авторами настоящей вставки являются Джошуа Фелман и Дэниел Ли.

<sup>1</sup>Группа пяти» включает Германию, Соединенное Королевство, США, Францию и Японию.



**Вставка 1.4 (продолжение)**

шился, но он не рухнул. Реальный экспорт продолжал расти в течение пяти лет после заключения Соглашения «Плаза», в среднем на 2½ процента в год (половину темпов предыдущих пяти лет), тогда как профицит счета текущих операций уменьшился на умеренную величину — 2 процентных пункта ВВП. (Аналогичным образом, укрепление валюты Германии не смогло повредить ее экспорту или росту ВВП даже при менее значительных денежно-кредитных мерах.) Иными словами, чрезмерные меры стимулирования были приняты отчасти из-за излишнего беспокойства относительно последствий укрепления иены.

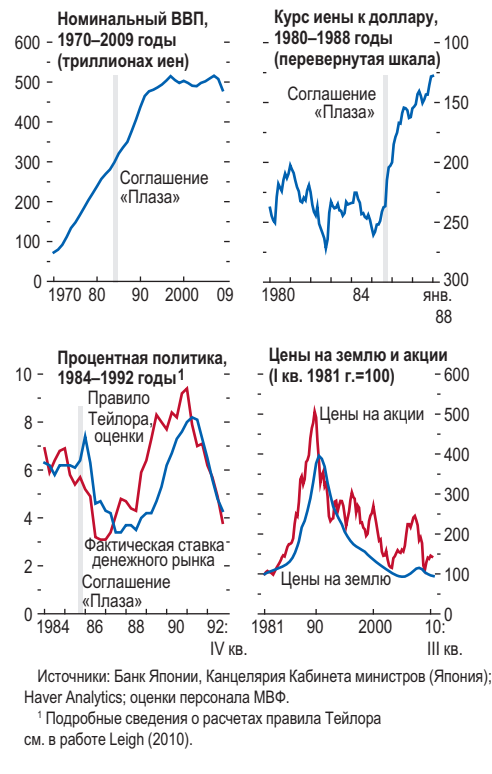
**Привели ли стимулы к образованию «пузыря»?**

Хотя смягчение денежно-кредитной политики было, несомненно, значительным, отнюдь не очевидно, что лишь оно одно привело к вздутым ценам на активы. В главе 3 октябрьского выпуска «Перспектив развития мировой экономики» 2009 года и Posen (2003) анализируется связь между денежно-кредитной политикой и бумами цен на активы в странах с развитой экономикой за последние 25 лет. Делается вывод о том, что смягчение политики не является ни необходимым, ни достаточным условием для возникновения бумов и обвалов цен на активы. По-видимому, в случае Японии большую роль сыграли два других элемента. Как объясняют авторы работы Hoshi and Kashyap (2000), финансовое дерегулирование в 1970-х и начале 1980-х годов позволило крупным фирмам выходить на рынки капитала вместо использования банковского финансирования, что вынудило банки кредитовать вместо этого застройщиков и население, желающих получить ипотеки. В результате банковские кредиты этим двум секторам в 1985–1990 годы выросли на 150 процентов, приблизительно в два раза больше, чем увеличение всех банковских кредитов частному сектору на 77 процентов. Наконец, поскольку власти в те годы плохо понимали опасности вздутых цен на недвижимость, японское правительство не применяло ответные меры регулирования и бюджетной политики до 1990 года.

**Привел ли обвал вздутых цен к потере десятилетий?**

Последствия лопнувшего «пузыря» оказались для Японии очень болезненными. Но обвал вздутых цен не приводит неизбежно к таким мощным и долгосрочным последствиям. Каковы были особенности ситуации в Японии? Одним из важнейших факторов было нарастание леввериджа в финансовой системе, аналогичное тому, что происходило в США до 2008 года. Капитал первого уровня в японских банках в 1980-х годах был

**Рисунок 1.4.1. Отдельные макроэкономические показатели Японии**

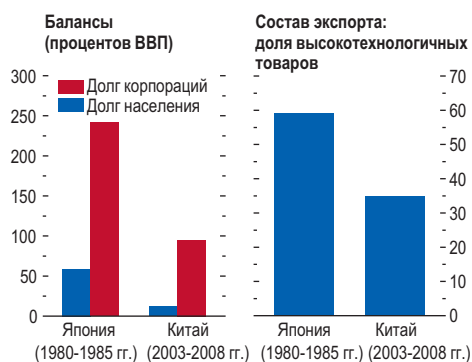


очень низким, намного ниже, чем в других странах, поскольку глобальные стандарты (Соглашение Базель-I) еще не вступили в силу. Кроме того, основная часть залогового обеспечения по кредитам имела форму недвижимости, тогда как в системе «кейрецу» существенная часть активов банков состояла из акций других фирм этой же группы. Поэтому когда цены на недвижимость и акции рухнули, банковская система была серьезно повреждена.

Эта изначальная уязвимость была усугублена медленными ответными мерами. Власти откладывали меры, принуждающие банки признать понесенные ими убытки в своих балансах, и позволили им продолжать кредитование фирм, которые сами стали неплатежеспособными, процесс, который в работе Caballero, Hoshi, and Kashyap (2008) назван «кредитование зомби». Этот процесс продолжался до начала 2000-х годов, сдерживал рост производительности и продлевал спад в Японии. Почему власти не заставили провести

### Вставка 1.4 (окончание)

**Рисунок 1.4.2. Балансы и состав экспорта Японии и Китая**



Источники: Haver Analytics; оценки персонала МВФ.

более быструю реструктуризацию? Возможно, потому что реструктуризация бы потребовала дополнительного банковского капитала, который они не могли предоставить из-за мощного политического отпора после первоначального вливания государственного капитала в 1995 году. Соответственно, власти вместо этого воздерживались от применения принудительных мер.

Спад после бума мог быть также усугублен ответственными мерами макроэкономической политики. Некоторые утверждают, что преждевременное ужесточение денежно-кредитной политики и отсутствие четкой приверженности повышению темпов инфляции привели к неоправданно высоким реальным процентным ставкам (Ito and Mishkin, 2006; Leigh, 2010). Кроме того, ужесточение налогово-бюджетной политики в 1997 году, видимо, подорвало начавшийся в 1995–1996 годах подъем (Posen, 2003; Corbett and Ito, 2010). Наконец, свою роль сыграли неблагоприятные внешние шоки, в том числе азиатский финансовый кризис 1997–1998 годов.

В целом опыт Японии показывает, что укрепление валюты действительно не приводит с неизбежностью к «потерянному десятилетиям». Укрепление валюты не требовало обязательно таких масштабных макроэкономических стимулов. Стимулы не вели с неизбежностью к вздутым ценам на активы. Обвал вздутых цен на активы не вел с неизбежностью к потерянному десятилетиям. Вместо этого, произошло особое сочетание обстоятельств и принятых решений, которое привело к такому результату.

### Выводы для перебалансирования в сегодняшних условиях

Определение надлежащих мер политики в ответ на исключительно большие повышения курса и изменения цен на активы остается чрезвычайно сложной задачей. Но из опыта Японии можно выделить несколько указаний. Важнейшие условия:

- недопущение чрезмерных мер макроэкономической политики в ответ на укрепление валюты;
- применение мер пруденциальной политики для предотвращения усиления факторов уязвимости, особенно в форме левириджа;
- быстрое решение банковских проблем, если они возникают;
- оказание значительной макроэкономической поддержки в случаях, когда банковские системы и экономика испытывают стресс.

Еще более общий вывод состоит в том, что вздутые цены на активы могут быть опасными. Поэтому Япония ввела основу денежно-кредитной политики, учитывающую две перспективы, один компонент ориентирован на стабильность цен, а другой — на выявление финансовых дисбалансов, таких как вздутые цены на активы.

Вместе с тем, хотя опыт Японии позволяет извлечь уроки для стран, намеревающихся провести перебалансирование сегодня, прямые параллели ограничены. Прежде всего, отличия ситуации в Китае сегодня от условий в Японии в 1980-х годах таковы, что это должно помочь избежать печальных результатов Японии (рис. 1.4.2). Во-первых, левиридж населения, корпораций и государства в Китае в настоящее время ниже, чем в Японии перед бумом (N'Diaye, 2010), таким образом, риск чрезмерного заимствования может быть меньше. Во-вторых, как указывается в главе 4 апрельского выпуска «Перспектив развития мировой экономики» 2010 года и в работе Igan, Fabrizio, and Mody (2007), повышение качественных характеристик продукции помогает нейтрализовать воздействие укрепления валюты на рост, и у Китая больше возможностей для повышения качественных характеристик экспорта, чем их было у Японии. (В то же самое время воздействие на трудоемкие отрасли может быть более значительным.) В-третьих, Япония в 1980-х годах имела режим плавающего курса, а у Китая — привязанный обменный курс, поддерживаемый массивными интервенциями на валютном рынке и серьезными ограничениями на приток капитала. Это различие в валютных режимах должно помочь Китаю избежать резкого укрепления национальной валюты, наблюдавшегося в Японии. Важнее всего, у Китая должна иметься возможность воспользоваться преимуществами уроков на опыте Японии.

## ЛИТЕРАТУРА

- Alesina, Alberto, and Allan Drazen, 1991, "Why Are Stabilizations Delayed?" *American Economic Review*, Vol. 81, No. 5, pp. 1170–88.
- Alesina, Alberto, and Roberto Perotti, 1995, "Fiscal Expansions and Fiscal Adjustments in OECD Countries," *Economic Policy*, Vol. 10, No. 21, pp. 205–48.
- Betts, Caroline, and Michael B. Devereux, 2000, "International Monetary Policy Coordination and Competitive Depreciation: A Reevaluation," *Journal of Money, Credit and Banking*, Vol. 32, No. 4, part 1, pp. 722–45.
- Bornhorst, Fabian, Nina Budina, Giovanni Callegari, Asmaa ElGanainy, Raquel Gomez Sirera, Andrea Lemgruber, Andrea Schaechter, and Joong Beom Shin, 2010, "A Status Update on Fiscal Exit Strategies," IMF Working Paper 10/272 (Washington: International Monetary Fund).
- Brooks, Robin, and Alberto Ramos, 2010, "Inflation Generalization in Emerging Markets," *Goldman Sachs Global Markets Daily* (December 23).
- Caballero, Ricardo J., Takeo Hoshi, and Anil K. Kashyap, 2008, "Zombie Lending and Depressed Restructuring in Japan," *American Economic Review*, Vol. 98, No. 5, pp. 1943–77.
- Carabenciov, Ioan, Charles Freedman, Roberto Garcia-Saltos, Douglas Laxton, Ondrej Kamenik, and Petar Manchev, forthcoming, "GPM6—The Global Projection Model with Six Regions," IMF Working Paper (Washington: International Monetary Fund).
- Claessens, Stijn, M. Ayhan Kose, and Marco E. Terrones, forthcoming, "How Do Business and Financial Cycles Interact?" IMF Working Paper (Washington: International Monetary Fund).
- , 2011, "Financial Cycles: What? How? When?" in *NBER International Seminar in Macroeconomics 2010*, ed. by Richard Clarida and Francesco Giavazzi (Cambridge, Massachusetts: National Bureau of Economic Research).
- Coady, David, Robert Gillingham, Rolando Ossowski, John M. Piotrowski, Shamsuddin Tareq, and Justin Tyson, 2010, "Petroleum Product Subsidies: Costly, Inequitable, and Rising," IMF Staff Position Note 10/05 (Washington: International Monetary Fund).
- Corbett, Jenny, and Takatoshi Ito, 2010, "What Should the US and China Learn from the Past US-Japan Conflict?" *VoxEU* (April 30). [www.voxeu.org/index.php?q=node/4856](http://www.voxeu.org/index.php?q=node/4856).
- Corsetti, Giancarlo, and Paolo Pesenti, 2005, "International Dimensions of Optimal Monetary Policy," *Journal of Monetary Economics*, Vol. 52, No. 2, pp. 281–305.
- Dobbs, Richard, and Michael Spence, 2011, "The Era of Cheap Capital Draws to a Close," *McKinsey Quarterly* (February).
- Dowling, Thomas, Marcello M. Estevão, and Evridiki Tsounta, 2010, "The Great Recession and Structural Unemployment," *United States: Selected Issues Paper*, IMF Country Report No. 10/248 (Washington: International Monetary Fund).
- Elektdag, Selim, and Prakash Kannan, 2009, "Incorporating Market Information into the Construction of the Fan Chart," IMF Working Paper 09/178 (Washington: International Monetary Fund).
- Estevão, Marcello M., and Tiago Severo, 2010, "Financial Shocks and TFP Growth," IMF Working Paper 10/23 (Washington: International Monetary Fund).
- Eusepi, Stefano, and Bruce Preston, 2008, "Stabilizing Expectations under Monetary and Fiscal Policy Coordination," NBER Working Paper No. 14391 (Cambridge, Massachusetts: National Bureau of Economic Research).
- Frankel, Jeffrey A., and Katharine E. Rockett, 1988, "International Macroeconomic Policy Coordination When Policy-Makers Do Not Agree on the Model," *American Economic Review*, Vol. 78, No. 3, pp. 318–40.
- Giannone, Domenico, Lucrezia Reichlin, and Luca Sala, 2005, "Monetary Policy in Real Time," in *NBER Macroeconomics Annual 2004*, ed. by Mark Gertler and Kenneth Rogoff (Cambridge, Massachusetts: MIT Press), pp. 161–200.
- Giannone, Domenico, Lucrezia Reichlin, and David Small, 2008, "Nowcasting: The Real-Time Informational Content of Macroeconomic Data," *Journal of Monetary Economics*, Vol. 55, No. 4, pp. 665–76.
- Giuliano, Paola, Prachi Mishra, and Antonio Spilimbergo, 2009, "Democracy and Reforms," IZA Discussion Paper No. 4032 (Bonn: Institute for the Study of Labor).
- Gourinchas, Pierre Olivier, Rodrigo Valdés, and Oscar Landerretche, 2001, "Lending Booms: Latin America and the World," *Economia*, Vol. 1, No. 2 (Spring), pp. 41–63.
- Group of Twenty, 2010, "G20 Mutual Assessment Process—Alternative Policy Scenarios," report prepared by staff of the International Monetary Fund for the G20 Mutual Assessment Process, G-20 Toronto Summit, Toronto, Canada, June 26–27 (Washington: International Monetary Fund). [www.imf.org/external/np/g20/pdf/062710a.pdf](http://www.imf.org/external/np/g20/pdf/062710a.pdf).
- Hoshi, Takeo, and Anil Kashyap, 2000, "The Japanese Banking Crisis: Where Did It Come From and How Will It End?" *NBER Macroeconomics Annual 1999*, ed. by Ben S. Bernanke and Julio J. Rotemberg (Cambridge, Massachusetts: National Bureau of Economic Research), pp. 129–212.
- Igan, Deniz, Stefania Fabrizio, and Ashoka Mody, 2007, "The Dynamics of Product Quality and International Competitiveness," IMF Working Paper 07/97 (Washington: International Monetary Fund).
- Ito, Takatoshi, and Frederic S. Mishkin, 2006, "Two Decades of Japanese Monetary Policy and the Deflation Problem," in *Monetary Policy*

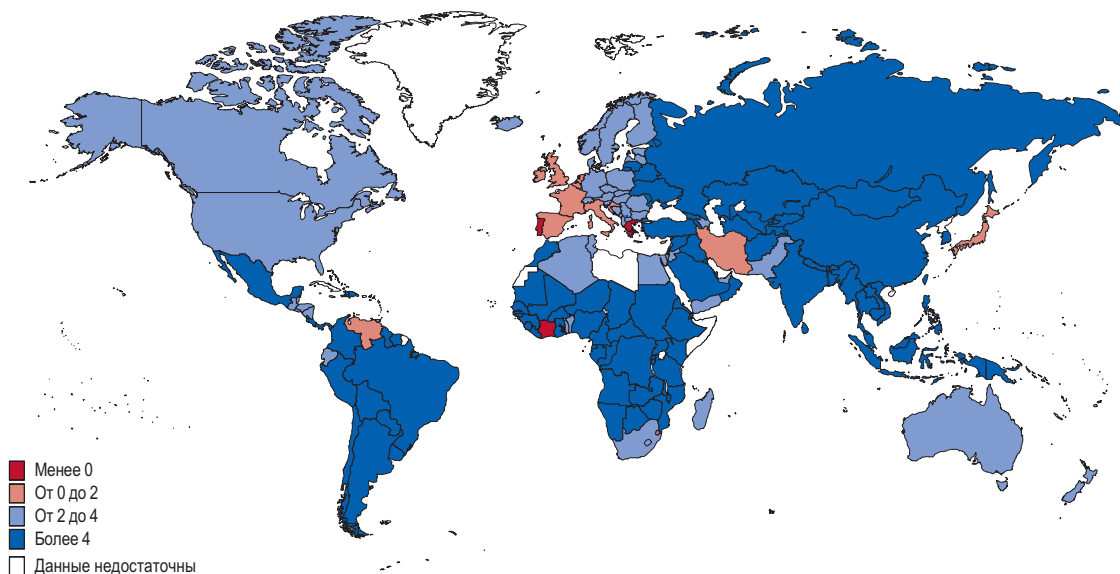
- under Very Low Inflation in the Pacific Rim*, ed. by Takatoshi Ito and Andrew K. Rose, NBER East Asia Seminar on Economics, Vol. 15 (Chicago: University of Chicago Press), pp. 131–201.
- Jinushi, Toshiki, Yoshihiro Kuroki, and Ryuzo Miyao, 2000, “Monetary Policy in Japan since the Late 1980s: Delayed Policy Actions and Some Explanations,” in *Japan’s Financial Crisis and Its Parallels to U.S. Experience*, ed. by Ryoichi Mikitani and Adam S. Posen (Washington: Institute for International Economics).
- Kahn, Lisa, 2010, “The Long-Term Labor Market Consequences of Graduating from College in a Bad Economy,” *Labor Economics*, Vol. 17, No. 2, pp. 303–16.
- Laxton, Douglas, and Paolo Pesenti, 2003, “Monetary Rules for Small, Open, Emerging Economies,” *Journal of Monetary Economics*, Vol. 50 (July), pp. 1109–46.
- Leigh, Daniel, 2010, “Monetary Policy and the Lost Decade: Lessons from Japan,” *Journal of Money, Credit and Banking*, Vol. 42, No. 5, pp. 833–57.
- Liu, Philip, Rafael Romeu, and Troy D. Matheson, forthcoming, “Real-Time Forecasts of Economic Activity for Latin American Countries,” IMF Working Paper (Washington: International Monetary Fund).
- Matheson, Troy D., 2010, “An Analysis of the Informational Content of New Zealand Data Releases: The Importance of Business Opinion Surveys,” *Economic Modelling*, Vol. 27, No. 1, pp. 304–14.
- \_\_\_\_\_, 2011, “New Indicators for Tracking Growth in Real Time,” IMF Working Paper 11/43 (Washington: International Monetary Fund).
- Mendoza, Enrique, and Marco E. Terrones, 2008, “An Anatomy of Credit Booms: Evidence from Macro Aggregates and Micro Data,” NBER Working Paper No. 14049 (Cambridge, Massachusetts: National Bureau of Economic Research).
- N’Diaye, Papa M’B. P., 2010, “Transforming China: Insights from the Japanese Experience of the 1980s,” IMF Working Paper 10/284 (Washington: International Monetary Fund).
- Obstfeld, Maurice, and Kenneth Rogoff, 1995, “Exchange Rate Dynamics Redux,” *Journal of Political Economy*, Vol. 103, No. 3, pp. 624–60.
- \_\_\_\_\_, 2002, “Global Implications of Self-Oriented National Monetary Rules,” *Quarterly Journal of Economics*, Vol. 117, No. 2, pp. 503–36.
- Ostry, Jonathan D., Atish R. Ghosh, Karl Habermeier, Marcos Chamon, Mahvash S. Qureshi, and Dennis B. S. Reinhart, 2010, “Capital Inflows: The Role of Controls,” IMF Staff Position Note 10/04 (Washington: International Monetary Fund).
- Ostry, Jonathan D., Atish R. Ghosh, Karl Habermeier, Luc Laeven, Marcos Chamon, Mahvash S. Qureshi, and Annamaria Kokenyne, 2011, “Managing Capital Inflows: What Tools to Use?” IMF Staff Discussion Note 11/06 (Washington: International Monetary Fund).
- Pappa, Evi, 2004, “Do the ECB and the Fed Really Need to Cooperate? Optimal Monetary Policy in a Two-Country World,” *Journal of Monetary Economics*, Vol. 51, No. 4, pp. 753–79.
- People’s Daily*, 2010, “No Repeat of Japan’s Mistake: Official” (September 20). <http://english.people.com.cn/90001/90778/90859/7145687.html>.
- Posen, Adam, 2003, “It Takes More Than a Bubble to Become Japan,” in *Asset Prices and Monetary Policy*, ed. by Anthony Richards and Tim Robinson (Sydney: Reserve Bank of Australia).
- Poterba, James M., 1994, “State Responses to Fiscal Crises: The Effects of Budgetary Institutions and Politics,” *Journal of Political Economy*, Vol. 102, No. 4, pp. 799–821.
- Roubini, Nouriel, and Jeffrey Sachs, 1989, “Political and Economic Determinants of Budget Deficits in the Industrial Democracies,” *European Economic Review*, Vol. 33 (May), pp. 903–34.
- \_\_\_\_\_, Seppo Honkapohja, and Daniel Cohen, 1989, “Government Spending and Budget Deficits in the Industrial Countries,” *Economic Policy*, Vol. 4, No. 8, pp. 100–32.
- Swiston, Andrew, 2008, “A U.S. Financial Conditions Index: Putting Credit Where Credit Is Due,” IMF Working Paper 08/161 (Washington: International Monetary Fund).

Подъем глобальной экономики продолжается уже два года. С самого начала ожидалось, что экономический подъем будет происходить разными темпами: в апрельском выпуске «Перспектив развития мировой экономики» 2009 года прогнозировалось, что к 2011 году наиболее быстрыми темпами будут расти те страны, которые избежали крупных дисбалансов в преддверии кризиса, испытали наименьшее падение производства во время кризиса и обладали наибольшими возможностями для маневра мерами политики после кризиса. Спустя два года эта оценка в основном не изменилась, только контуры экономического подъема стали более четкими (рис. 2.1). В некоторых странах с развитой экономикой имеют место существенный разрыв между фактическим и потенциальным объемом производства и высокий уровень безработицы, многие страны с низкими доходами растут быстрыми, но устойчивыми темпами, и в ряде стран с формирующимся рынком появились признаки перегрева экономики.

На неравномерный характер экономического подъема указывает разница в разрыве между фактическим и потенциальным объемом производства в различных регионах (рис. 2.2). Страны Азии с формирующимся рынком и многие страны Латинской Америки в настоящее время близки к своему потенциалу, и в некоторых странах этих регионов вновь происходит ускорение кредитования и появляются признаки перегрева. При этом США и страны Европы, находившиеся в эпицентре недавнего кризиса, обладают значительным избыточным потенциалом. Эти расхождения существенно влияют на экономические перспективы, риски и приоритеты политики в каждом регионе. Поэтому в настоящей главе особое внимание уделяется различиям между регионами по их положению в экономическом цикле.

Существуют аналогичные крупные различия во внешних позициях некоторых стран. В предыдущих выпусках «Перспектив развития мировой

**Рисунок 2.1. Средние глобальные прогнозируемые темпы роста реального ВВП в 2011–2012 годах (В процентах)**

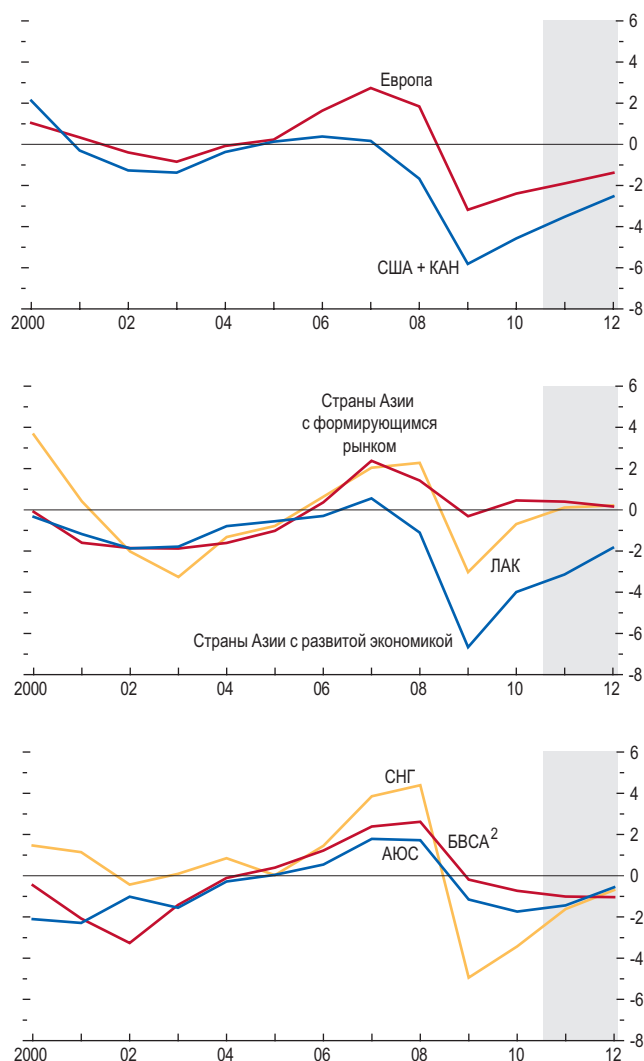


Источник: оценки персонала МВФ.

Примечание. Прогнозы по Ливии не приводятся ввиду неопределенной политической ситуации.

**Рисунок 2.2. Разрыв между фактическим и потенциальным объемом производства<sup>1</sup>**

(В процентах потенциального ВВП)



Источник: оценки персонала МВФ.

<sup>1</sup> Страны Азии с развитой экономикой: Австралия, Новая Зеландия и Япония; СНГ: Содружество Независимых Государств, Грузия и Монголия; ЛАК: Латинская Америка и Карибский бассейн; БВСА: Ближний Восток и Северная Африка; АЮС: Африка к югу от Сахары; США + КАН: Соединенные Штаты и Канада. Региональные агрегированные показатели рассчитываются на основе весов по паритету покупательной способности.

<sup>2</sup> Исключая Ливию за прогнозные годы ввиду неопределенной политической ситуации.

экономики» подчеркивалась необходимость внешнего перебалансирования в некоторых регионах (в особенности в США и странах Азии с формирующимся рынком) для уменьшения глобальной уязвимости. Этот вопрос вновь рассматривается в данной главе с целью подчеркнуть в соответствующих случаях степень различий между регионами по их внешнеэкономическим позициям (сальдо счета текущих операций).

Данная глава начинается с оценки перспектив развития экономики и ключевых задач политики в регионах с сохраняющимся крупным разрывом между фактическим и потенциальным объемом производства: США и Канаде, Европе и Содружестве Независимых Государств (СНГ). Затем в ней рассматриваются регионы, в которых разрыв между фактическим и потенциальным объемом производства сужается или уже ликвидирован: Азия, Латинская Америка и Карибский бассейн (ЛАК), Африка к югу от Сахары (АЮС), а также Ближний Восток и Северная Африка (БВСА).

### В Соединенных Штатах продолжается экономический подъем

В экономике США продолжается подъем при смягчении финансовых условий, способствующих конечному спросу частного сектора в условиях более высоких цен на биржевые товары (рис. 2.3 и 2.4). Создание новых рабочих мест в последнее время ускорилось, однако темпы улучшения ситуации на рынке труда по-прежнему разочаровывают, учитывая масштабы потерь рабочих мест в период спада. Дальнейшее перебалансирование от внутреннего к внешнему спросу дополнительно повысит темпы экономического роста и поможет сократить крупный разрыв между фактическим и потенциальным объемом производства в США.

После непродолжительного периода высокого роста, вызванного восполнением запасов материальных оборотных средств в конце 2009 и начале 2010 годов, экономический рост замедлился, но затем вновь упрочился во второй половине 2010 года. Это повышение темпов роста было поддержано конечным спросом частного сектора, и в четвертом квартале потребительские расходы росли самыми высокими за последние пять лет темпами. Хотя общий рост кредитования остается слабым и продолжается сокращение доли заемных средств в секторе домашних хозяйств, финансовые условия в целом улучшились: коэффициенты корпоративного заимствования остаются очень низкими, и начинается ослабление жестких условий доступа к банковскому

**Рисунок 2.3. США и Канада: средние прогнозируемые темпы роста реального ВВП в 2011–2012 годах (В процентах)**



кредиту не только для крупных, но и для малых и средних фирм. В связи с оживлением экономической активности и при поддержке от смягчения денежно-кредитной политики нетрадиционными методами фондовые рынки восстановили приблизительно две трети капитализации, утраченной во время кризиса. Это помогло восстановить доверие потребителей, на которое по-прежнему отрицательно влияют трудности на рынке труда и в жилищном секторе.

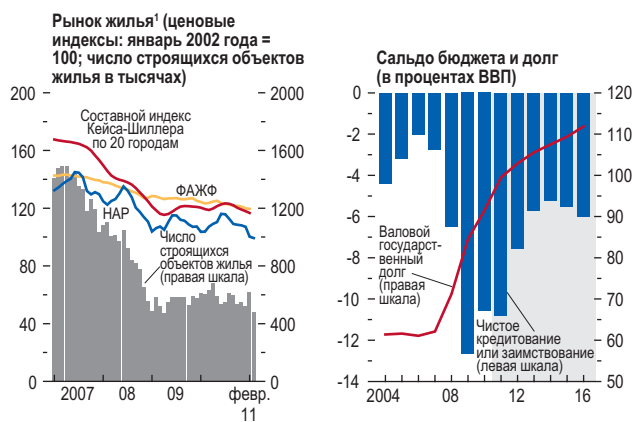
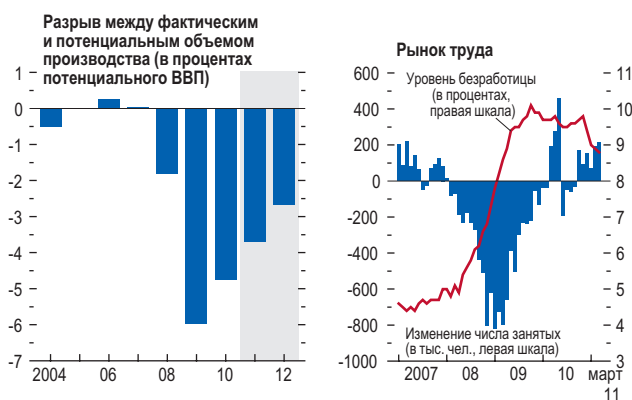
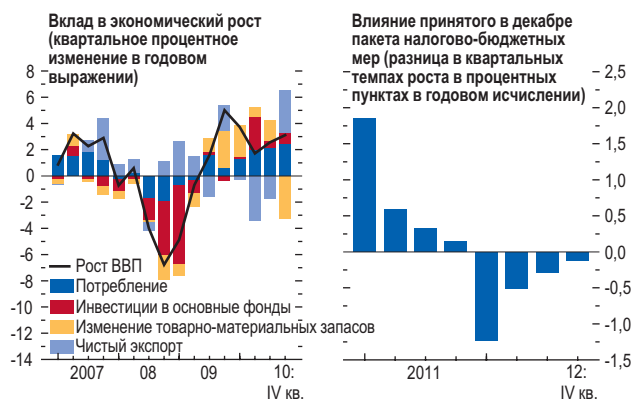
Оживление на рынке труда остается вялым. После потери свыше 8½ миллиона рабочих мест в 2008 и 2009 годах на рынке труда появилось немногим менее 1½ миллиона новых рабочих мест относительно нижней точки на рынке, что едва соответствует росту населения трудоспособного возраста. Таким образом, отношение занятых ко всему населению в основном не изменилось с начала экономического подъема. Снижение уровня безработицы приблизительно на треть с октября 2009 года (до 8,8 процента в марте) объясняется сокращением доли

экономически активного населения, которая в настоящее время является наименьшей за последние четверть века. Долгосрочная безработица и более широкие показатели неполной занятости (с учетом доли работников, которые вынуждены работать неполный рабочий день или имеют лишь слабое отношение к рабочей силе) по-прежнему значительно превосходят исторически наивысшие отметки. Кризис, возможно, также привел к увеличению структурной безработицы в США, так как сильные отраслевые и региональные шоки породили несоответствия между предложением трудовых навыков и спросом на них. Проведенное персоналом МВФ исследование показывает, что исторически отрицательные последствия несоответствий в навыках для уровня безработицы усиливаются при подавленном состоянии рынков жилья, что явилось одним из ключевых аспектов недавнего кризиса<sup>1</sup>.

<sup>1</sup>См. Dowling, Estevão, and Tsounta (2010) и Estevão and Tsounta (2011).

## Рисунок 2.4. США: рост темпа

Экономический подъем начинает укрепляться, в то время как частное потребление продолжает ускоряться, хотя и медленными темпами. В 2011 году экономический рост получит ускорение благодаря принятому в декабре пакету налогово-бюджетных мер. Количественное смягчение помогло ослабить дефляционное давление, обусловленное по-прежнему крупным разрывом между фактическим и потенциальным объемом производства. Однако факторы уязвимости сохраняются: рынки труда и недвижимости остаются слабыми и необходимо преодолеть уязвимость налогово-бюджетной сферы.



Источники: Haver Analytics; оценки персонала МВФ.

<sup>1</sup> ФАЖФ — Федеральное агентство по жилищному финансированию; НАР — Национальная ассоциация риэлторов.

В 2011 и 2012 годах рост экономики США прогнозируется на уровне 2¾ и 3 процента соответственно при постепенном укреплении конечного спроса частного сектора, компенсирующего уменьшение поддержки со стороны федеральной налогово-бюджетной политики (таблица 2.1). Утвержденный в середине декабря пакет налогово-бюджетных мер подразумевает повышение темпов роста в текущем году немногим более чем на ½ процентного пункта, хотя недавние предложения о сокращении федеральных расходов уменьшат общий импульс, придаваемый федеральной налогово-бюджетной политикой. Понижающее воздействие на темпы роста в 2011 году, оказываемое повышением цен на нефть, в значительной степени нейтрализует ускорение, придаваемое нетрадиционными мерами политики ФРС и увеличением чистого экспорта. Безработица, согласно прогнозам, будет оставаться высокой и лишь немного понизится, приблизительно до 7¾ процента, в 2012 году.

Риски для прогноза остаются смещенными в сторону снижения темпов. Внешние условия продолжают создавать риски больших отклонений. Возобновление финансовых потрясений в зоне евро может привести к существенному ужесточению финансовых условий и ослаблению глобального спроса. Кроме того, всплеск цен на нефть и биржевые товары, возможно связанный с сохраняющейся напряженностью в странах Ближнего Востока и Северной Африки, может привести к ослаблению доверия и снижению потребительских расходов. Внутри страны цены на жилье могут понизиться сильнее, чем ожидается, учитывая крупный «теневой» объем проблемной недвижимости, что отрицательно влияет на балансы активов и обязательств домашних хозяйств и финансового сектора. Однако существует ряд рисков превышения прогноза. При укреплении предпринимательской уверенности прочие балансы корпораций могут поддержать расширение найма рабочей силы и капиталовложений. Кроме того, учитывая отложенный спрос, приятный сюрприз может преподнести частное потребление, в частности товаров длительного пользования.

Ввиду наличия значительных резервных мощностей в экономике (согласно оценкам, разрыв между фактическим и потенциальным объемом производства в текущем году сохранится на уровне свыше 3 процентов), инфляция, как ожидается, будет оставаться пониженной, и рост цен составит 2¼ процента в текущем году и 1½ процента в следующем году. Хотя цены на продовольствие



**Таблица 2.1. Отдельные страны с развитой экономикой: реальный ВВП, потребительские цены, сальдо счета текущих операций и безработица***(Годовое изменение в процентах, если не указано иное)*

	Реальный ВВП			Потребительские цены <sup>1</sup>			Сальдо счета текущих операций <sup>2</sup>			Безработица <sup>3</sup>		
	2010	Прогнозы		2010	Прогнозы		2010	Прогнозы		2010	Прогнозы	
		2011	2012		2011	2012		2011	2012		2011	2012
<b>Страны с развитой экономикой</b>	<b>3,0</b>	<b>2,4</b>	<b>2,6</b>	<b>1,6</b>	<b>2,2</b>	<b>1,7</b>	<b>-0,2</b>	<b>-0,3</b>	<b>-0,2</b>	<b>8,3</b>	<b>7,8</b>	<b>7,4</b>
США	2,8	2,8	2,9	1,6	2,2	1,6	-3,2	-3,2	-2,8	9,6	8,5	7,8
Зона евро <sup>4,5,6</sup>	1,7	1,6	1,8	1,6	2,3	1,7	-0,6	0,0	0,0	10,0	9,9	9,6
Япония	3,9	1,4	2,1	-0,7	0,2	0,2	3,6	2,3	2,3	5,1	4,9	4,7
Соединенное Королевство <sup>4</sup>	1,3	1,7	2,3	3,3	4,2	2,0	-2,5	-2,4	-1,9	7,8	7,8	7,7
Канада	3,1	2,8	2,6	1,8	2,2	1,9	-3,1	-2,8	-2,6	8,0	7,6	7,3
Другие страны с развитой экономикой <sup>7</sup>	5,7	3,9	3,8	2,3	3,1	2,6	5,1	5,5	4,8	5,0	4,5	4,4
<i>Для справки</i>												
Новые индустриальные страны Азии	8,4	4,9	4,5	2,3	3,8	2,9	7,1	6,3	6,0	4,1	3,6	3,6

<sup>1</sup>Изменения потребительских цен показаны как среднегодовые значения. Изменения с декабря по декабрь представлены в таблице А6 «Статистического приложения».<sup>2</sup>В процентах ВВП.<sup>3</sup>В процентах. Определения безработицы в различных странах могут различаться.<sup>4</sup>Основано на гармонизированном индексе потребительских цен Евростата.<sup>5</sup>Позиция по счету текущих операций скорректирована с учетом расхождений в отчетности по операциям внутри зоны евро.<sup>6</sup>Исключая Эстонию.<sup>7</sup>Исключая США, зону евро и Японию, но включая Эстонию.

и особенно энергоресурсы повысились, их доля в потребительской корзине мала, и вторичные эффекты, вероятно, будут небольшими, так как экономика функционирует на уровне значительно ниже своего потенциального.

Вялые темпы экономического подъема диктуют необходимость в поддержке со стороны макроэкономической политики, однако бюджетные возможности становятся все более ограниченными. В данном контексте надлежащим сочетанием мер экономической политики для США является продолжение адаптивной денежно-кредитной политики параллельно с усилиями для перевода сальдо бюджета на более прочную основу. Необходимо срочно принять заслуживающую доверия стратегию стабилизации государственного долга в среднесрочной перспективе, а также внести первый вклад в бюджетную консолидацию в 2011 году.

Поскольку объем производства по-прежнему существенно не достигает потенциала, инфляция является устойчиво низкой и безработица упорно сохраняется на высоком уровне, продолжение адаптивной денежно-кредитной политики является обоснованным. Хотя проведение ФРС второго раунда количественного смягчения, как ожидается, окажет лишь небольшое влияние на рост, как представляется, оно уменьшило ощущения риска дефляции; за несколько недель после того, как в августе появились сообщения о том, что грядет новый раунд количественной адаптации, инфляционные

ожидания усилились и долгосрочная доходность упала до нового рекордно низкого уровня. С тех пор долгосрочная доходность повысилась благодаря появлению признаков укрепления экономического подъема и уменьшению ожиданий трейдеров относительно масштабов новых покупок активов Федеральной резервной системой.

Хотя некоторые адресные налогово-бюджетные меры на данный момент являются оправданными, учитывая слабость рынка труда и рынка жилья, недавний пакет стимулов обеспечивает лишь небольшое повышение роста в сравнении с его высокой стоимостью для бюджета. Кроме того, согласно последним прогнозам, дефицит бюджета в текущем году достигнет 10¾ процента, самого высокого уровня среди стран с развитой экономикой, в то время как валовой долг сектора государственного управления к 2016 году, вероятно, превысит 110 процентов ВВП<sup>2</sup>. Действительно, США выделяются как единственная крупная страна с развитой

<sup>2</sup>Бюджетные прогнозы отражают мнения персонала МВФ относительно перспектив развития экономики (которые в целом являются более пессимистическими, чем мнения официальных органов) и оценки вероятных мер политики. Учитывая продолжающиеся дискуссии в Конгрессе, персонал МВФ исходит из того предположения, что дискреционные сокращения расходов будут более сконцентрированы на раннем этапе (и будут более сильными), чем предлагается в проекте бюджета президента, а меры по увеличению доходов окажут влияние лишь по прошествии определенного времени.

экономикой, в которой в 2011 году ожидается повышение скорректированного на циклические колебания бюджетного дефицита в сопоставлении с 2010 годом, несмотря на продолжающийся экономический подъем<sup>3</sup>. США остаются приверженными достижению принятой в рамках Группы 20-ти цели сокращения дефицита вдвое за период с 2010 по 2013 годы, однако высокий дефицит в текущем году затруднит решение этой задачи.

Эти неустойчивые налогово-бюджетные перспективы требуют, чтобы уже в текущем году был сделан первый вклад в бюджетную консолидацию. Недавно выдвинутые предложения Национальной комиссии по бюджетной ответственности и реформе и других аналитиков содержат много полезных идей и комплексных планов, которые директивные органы могли бы принять за основу. Предложенные меры включают реформирование программ социальных пособий, введение лимитов на дискреционные расходы, принятие налоговых реформ, направленных на увеличение доходов, и укрепление бюджетных институтов. Тем временем предложенный президентом проект бюджета подразумевает крупное сужение налогово-бюджетной сферы в краткосрочной перспективе (сокращение приблизительно на 5 процентных пунктов ВВП структурного первичного дефицита федерального бюджета за период 2012–2013 финансовых годов, согласно макроэкономическим допущениям и допущениям в отношении экономической политики, принятым персоналом МВФ), которого будет трудно достичь, особенно в условиях слабого экономического роста и высокой безработицы. Данная корректировка будет выше любой корректировки за двухлетний период начиная с 1960 года (с которого ведется сбор данных о структурном сальдо), что дополнительно свидетельствует о необходимости сглаживания бюджетной корректировки начиная с 2011 года в рамках заслуживающей доверия среднесрочной основы.

Хотя в предстоящие годы дефицит счета текущих операций, как ожидается, существенно не повысится, он будет оставаться устойчивым: согласно прогнозам, среднесрочный дефицит счета текущих операций сохранится на уровне, близком к уровню прошлого года, что частично связано с недостаточной бюджетной корректировкой. Если столь необходимая бюджетная консолидация произойдет в ближайшие годы, это поможет уменьшить

<sup>3</sup>Более подробно налогово-бюджетная политика США обсуждается в апрельском выпуске «Бюджетного вестника» 2011 года.

дефицит счетов внешних операций. После этого для более прочного экономического подъема потребуются больший вклад в экономический рост со стороны чистого экспорта, с тем чтобы компенсировать меньший вклад со стороны внутреннего спроса.

Несмотря на восстановление финансовой стабильности, уязвимость жилищного сектора продолжает отрицательно влиять на балансы активов и пассивов банков, и трудные задачи, связанные с реформированием финансового сектора, остаются нерешенными. Недавний пересмотр систем финансового регулирования и надзора обнадеживает, но ключевым тестом послужит реализация изменений. Важнейшими приоритетами являются осуществление системного подхода к надзору при усилении регулирования (особенно системно важных организаций), повышение прозрачности и подотчетности на рынках ценных бумаг и производных финансовых инструментов, а также тщательный мониторинг теневого банковского сектора. В соответствии с требованиями закона Додда-Франка администрация США представила Конгрессу набор предложений по реформированию рынков финансирования жилья. Рекомендации включают постепенную ликвидацию спонсируемых государством организаций (Fannie Mae и Freddie Mac) и разработку более целенаправленной политики в отношении жилья, включающую более прямую и адресную государственную поддержку. Предстоящая реформа должна будет обеспечить надлежащее равновесие между необходимым уровнем прямых государственных интервенций и сдерживанием нового цикла сверхинвестиций.

Экономические события в Канаде в минувшем году отражали изменения в США, и темпы экономической активности стали более умеренными к середине года. Замедление роста отражало не только негативное воздействие на экспорт Канады слабой деловой активности в США и сильный рост импорта, обусловленный расходами на инвестиции на фоне повышения курса валюты, но и сокращение некоторой внутренней экономической деятельности ввиду ослабления активности в жилищном секторе относительно прежнего неустойчиво высокого уровня, временного снижения потребительских расходов и угасающего воздействия бюджетного стимулирования. Согласно прогнозам, ВВП Канады в текущем году вырастет на 2¾ процента, и главными факторами роста будут служить внутренний спрос в целом и частные инвестиции в частности, что согласуется с высокими

ценами на биржевые товары; сильный канадский доллар, как ожидается, будет продолжать тормозить экономический рост. Риски для прогноза экономического роста смещены в сторону снижения темпов, и главным внутренним риском является ухудшение ситуации на рынке жилья и состояния балансов активов и обязательств домашних хозяйств. Ключевыми внешними рисками являются более низкая, чем ожидается, экономическая деятельность в США и возобновление напряженности на рынках суверенных инструментов Европы.

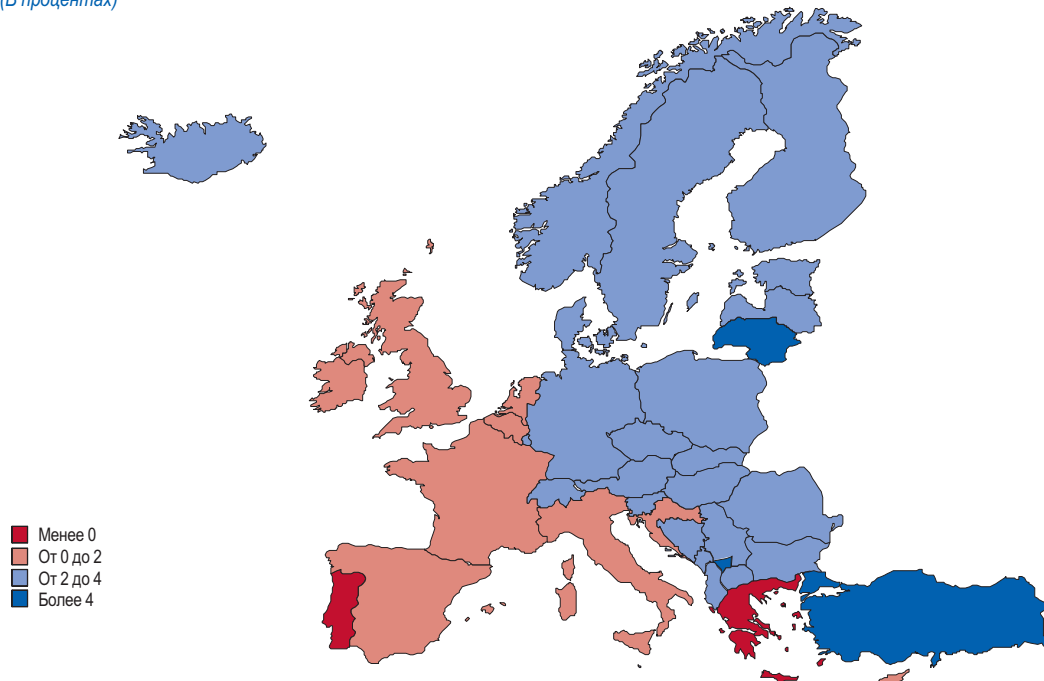
Макроэкономическая политика Канады остается должным образом адаптивной, так как объем производства по-прежнему приблизительно на 2 процента ниже потенциала. Учитывая риск снижения темпов роста по отношению к прогнозу, слабое инфляционное давление и предстоящую отмену стимулов, выжидательный подход к дальнейшему повышению ставки интервенции представляется уместным. Что касается налогово-бюджетной сферы, то принятые в последнее время меры для сглаживания сконцентрированной на начальных этапах бюджетной корректировки вызывают одобрение, и властями выработан обоснованный и заслуживающий доверия план восстановления бюджетного профицита начиная с 2015

финансового года. В долгосрочной перспективе трудные задачи, связанные со старением населения и инфляцией здравоохранения, потребуют принятия планов для упрочнения устойчивости налогово-бюджетной сферы. Что касается финансового сектора, то принятый Канадой подход к осуществлению надзора и регулирования является обоснованным и помог предотвратить излишества, от которых пострадали другие страны с развитой экономикой во время недавнего кризиса. Однако требуется сохранение бдительности для поддержания финансовой стабильности, особенно в свете высокой концентрации финансовой системы, существенной подверженности рискам, исходящим из США, и исторически высокого уровня задолженности домашних хозяйств.

### В Европе происходит постепенный и неравномерный экономический подъем

*Экономический подъем в Европе происходит умеренными темпами (рис. 2.5). В целом реальная экономическая активность в регионе остается ниже потенциального уровня, а безработица по-прежнему является высокой. Однако существуют*

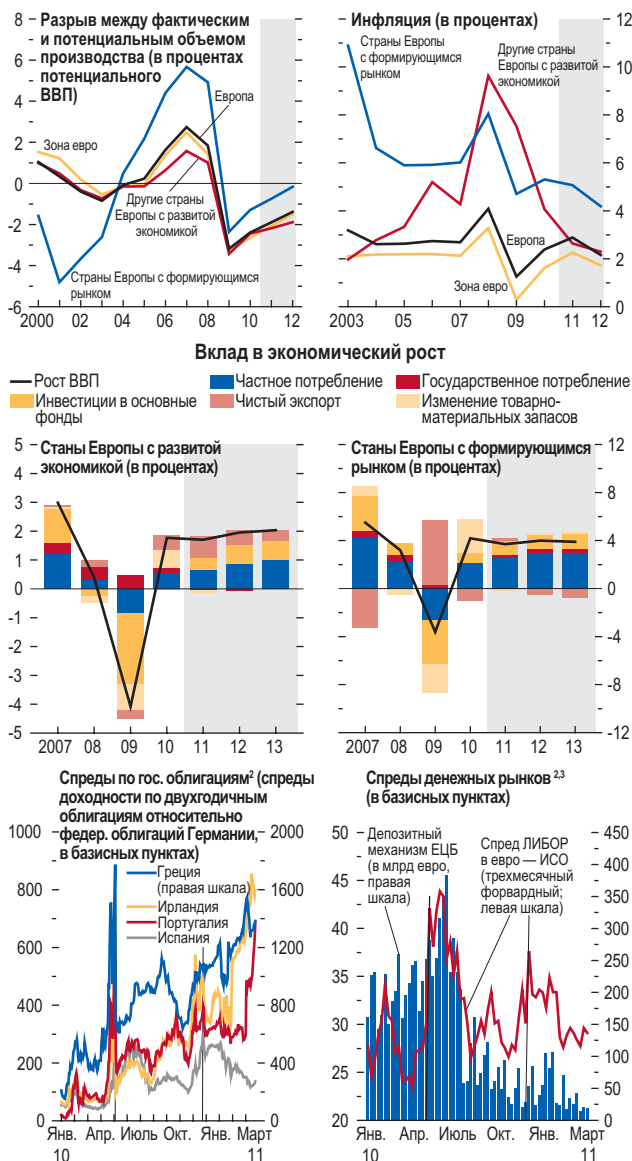
**Рисунок 2.5. Европа: средние прогнозируемые темпы роста реального ВВП в 2011–2012 годах**  
(В процентах)



Источник: оценки персонала МВФ.

**Рисунок 2.6. Европа: постепенный и неравномерный экономический подъем продолжается<sup>1</sup>**

Экономический подъем продолжается умеренными темпами. Реальная активность в регионе остается ниже потенциального уровня, и инфляционное давление в целом ограничено. Однако между странами существуют значительные различия. Экономический рост в целом происходит на более широкой основе и является самоподдерживающимся в странах Европы как с развитой экономикой, так и с формирующимся рынком. Однако на периферии зоны евро продолжающиеся потрясения на финансовых рынках понижают экономические перспективы этих стран.



Источники: Bloomberg Financial Markets; оценки персонала МВФ.  
<sup>1</sup> Зона евро: Австрия, Бельгия, Германия, Греция, Ирландия, Испания, Италия, Кипр, Люксембург, Мальта, Нидерланды, Словацкая Республика, Словения, Финляндия и Франция. Страны Европы с формирующимся рынком: Албания, Болгария, Босния и Герцеговина, Венгрия, Косово, Латвия, Литва, БЮР Македония, Польша, Румыния, Сербия, Турция, Хорватия и Черногория. К другим странам Европы с развитой экономикой относятся Дания, Исландия, Норвегия, Португалия, Соединенное Королевство, Чешская Республика, Швейцария, Швеция и Эстония. Агрегированные показатели рассчитаны на основе весов по паритету покупательной способности.  
<sup>2</sup> Вертикальные линии на каждой панели соответствуют 10 мая и 30 ноября 2010 года.  
<sup>3</sup> ЕЦБ — Европейский центральный банк; ЛИБОР — ставка предложения на лондонском межбанковском рынке; ИСО — индексный своп «овернайт».

значительные различия между странами. Резервные мощности выше на периферии, нежели в центре зоны евро, в то время как в крупнейших странах региона с формирующимся рынком экономика уже действует на уровне своего потенциала или с его превышением.

Экономический подъем в Европе укрепляется, несмотря на возобновление финансовых потрясений в последнем квартале 2010 года в странах на периферии зоны евро. Обеспокоенность убытками в банковском секторе и устойчивостью налогово-бюджетной сферы вызвала увеличение суверенных спредов в этих странах, и в некоторых случаях они достигают рекордных уровней за все время существования Экономического и валютного союза. Однако ситуация удалось успокоить принятием сильных ответных мер политики как на национальном уровне, так и на уровне ЕС, таких как стабилизация сальдо бюджета и проведение структурных реформ в странах, затронутых потрясениями, чрезвычайная поддержка ликвидностью, покупки ценных бумаг Европейским центральным банком (ЕЦБ) и выделение финансирования в рамках Европейского механизма финансовой стабилизации (ЕМФС) и Европейского фонда финансовой стабильности (ЕФФС) в поддержку совместной программы ЕС/МВФ для Ирландии. Ущерб для экономической активности соответственно ограничился странами, затронутыми потрясениями, и не распространился на остальные страны Европы, в которых экономический рост начинает происходить на более широкой основе и является самоподдерживающимся (рис. 2.6).

На перспективу прогнозируется дальнейшее постепенное и неравномерное расширение активности (таблица 2.2). В странах Европы с развитой экономикой реальный ВВП, согласно прогнозам, вырастет на 1¾ процента в 2011 году и 2 процента в 2012 году. В странах Европы с формирующимся рынком темпы экономического роста, как ожидается, составят 3¾ процента в 2011 году и 4 процента в 2012 году. Однако экономические перспективы стран региона по-прежнему расходятся, что во многом отражает различия в состоянии балансов активов и обязательств государственного и частного секторов и направленности макроэкономической политики.

- В Германии экономический рост, как ожидается, станет более умеренным, понизившись с 3½ процента в прошлом году до 2½ процента в текущем году, что в основном связано с прекращением бюджетной поддержки и замедлением

**Таблица 2.2. Отдельные страны Европы: реальный ВВП, потребительские цены, сальдо счета текущих операций и безработица**

(Годовое изменение в процентах, если не указано иное)

	Реальный ВВП			Потребительские цены <sup>1</sup>			Сальдо счета текущих операций <sup>2</sup>			Безработица <sup>3</sup>		
	2010	Прогнозы		2010	Прогнозы		2010	Прогнозы		2010	Прогнозы	
		2011	2012		2011	2012		2011	2012		2011	2012
<b>Европа</b>	<b>2,1</b>	<b>2,0</b>	<b>2,2</b>	<b>2,4</b>	<b>2,9</b>	<b>2,2</b>	<b>0,3</b>	<b>0,2</b>	<b>0,2</b>	...	...	...
<b>Страны Европы с развитой экономикой<sup>4</sup></b>	<b>1,7</b>	<b>1,7</b>	<b>1,9</b>	<b>1,9</b>	<b>2,5</b>	<b>1,8</b>	<b>0,8</b>	<b>0,8</b>	<b>0,9</b>	<b>9,3</b>	<b>9,2</b>	<b>8,9</b>
Зона евро <sup>5,6,7</sup>	1,7	1,6	1,8	1,6	2,3	1,7	-0,6	0,0	0,0	10,0	9,9	9,6
Германия	3,5	2,5	2,1	1,2	2,2	1,5	5,3	5,1	4,6	6,9	6,6	6,5
Франция	1,5	1,6	1,8	1,7	2,1	1,7	-2,1	-2,8	-2,7	9,7	9,5	9,1
Италия	1,3	1,1	1,3	1,6	2,0	2,1	-3,5	-3,4	-3,0	8,5	8,6	8,3
Испания	-0,1	0,8	1,6	2,0	2,6	1,5	-4,5	-4,8	-4,5	20,1	19,4	18,2
Нидерланды	1,7	1,5	1,5	0,9	2,3	2,2	7,1	7,9	8,2	4,5	4,4	4,4
Бельгия	2,0	1,7	1,9	2,3	2,9	2,3	1,2	1,0	1,2	8,4	8,4	8,2
Австрия	2,0	2,4	2,3	1,7	2,5	2,0	3,2	3,1	3,1	4,4	4,3	4,3
Греция	-4,5	-3,0	1,1	4,7	2,5	0,5	-10,4	-8,2	-7,1	12,5	14,8	15,0
Португалия	1,4	-1,5	-0,5	1,4	2,4	1,4	-9,9	-8,7	-8,5	11,0	11,9	12,4
Финляндия	3,1	3,1	2,5	1,7	3,0	2,1	3,1	2,8	2,6	8,4	8,0	7,8
Ирландия	-1,0	0,5	1,9	-1,6	0,5	0,5	-0,7	0,2	0,6	13,6	14,5	13,3
Словацкая Республика	4,0	3,8	4,2	0,7	3,4	2,7	-3,4	-2,8	-2,7	14,4	13,3	12,1
Словения	1,2	2,0	2,4	1,8	2,2	3,1	-1,2	-2,0	-2,1	7,2	7,5	7,2
Люксембург	3,4	3,0	3,1	2,3	3,5	1,7	7,7	8,5	8,7	6,1	5,9	5,8
Эстония	3,1	3,3	3,7	2,9	4,7	2,1	3,6	3,3	3,1	16,9	14,8	12,8
Кипр	1,0	1,7	2,2	2,6	3,9	2,8	-7,0	-8,9	-8,7	6,8	6,5	6,3
Мальта	3,6	2,5	2,2	2,0	3,0	2,6	-0,6	-1,1	-2,3	6,5	6,5	6,4
Соединенное Королевство <sup>6</sup>	1,3	1,7	2,3	3,3	4,2	2,0	-2,5	-2,4	-1,9	7,8	7,8	7,7
Швеция	5,5	3,8	3,5	1,9	2,0	2,0	6,5	6,1	5,8	8,4	7,4	6,6
Швейцария	2,6	2,4	1,8	0,7	0,9	1,0	14,2	13,2	12,8	3,6	3,4	3,3
Чешская Республика	2,3	1,7	2,9	1,5	2,0	2,0	-2,4	-1,8	-1,2	7,3	7,1	6,9
Норвегия	0,4	2,9	2,5	2,4	1,8	2,2	12,9	16,3	16,0	3,6	3,6	3,5
Дания	2,1	2,0	2,0	2,3	2,0	2,0	5,0	4,8	4,8	4,2	4,5	4,4
Исландия	-3,5	2,3	2,9	5,4	2,6	2,6	-8,0	1,1	2,1	8,1	7,5	6,5
<b>Страны Европы с формирующимся рынком<sup>8</sup></b>	<b>4,2</b>	<b>3,7</b>	<b>4,0</b>	<b>5,3</b>	<b>5,1</b>	<b>4,2</b>	<b>-4,3</b>	<b>-5,4</b>	<b>-5,7</b>	...	...	...
Турция	8,2	4,6	4,5	8,6	5,7	6,0	-6,5	-8,0	-8,2	11,9	11,4	11,0
Польша	3,8	3,8	3,6	2,6	4,1	2,9	-3,3	-3,9	-4,2	9,0	9,0	8,7
Румыния	-1,3	1,5	4,4	6,1	6,1	3,4	-4,2	-5,0	-5,2	7,6	6,6	5,8
Венгрия	1,2	2,8	2,8	4,9	4,1	3,5	1,6	1,5	0,9	11,2	11,5	10,9
Болгария	0,2	3,0	3,5	3,0	4,8	3,7	-0,8	-1,5	-2,0	10,3	8,0	6,7
Сербия	1,8	3,0	5,0	6,2	9,9	4,1	-7,1	-7,4	-6,6	19,4	19,6	19,8
Хорватия	-1,4	1,3	1,8	1,0	3,5	2,4	-1,9	-3,6	-3,6	12,3	12,8	12,3
Литва	1,3	4,6	3,8	1,2	3,1	2,9	1,8	-0,9	-2,9	17,8	16,0	14,0
Латвия	-0,3	3,3	4,0	-1,2	3,0	1,7	3,6	2,6	1,5	19,0	17,2	15,5

<sup>1</sup>Изменения потребительских цен показаны как среднегодовые значения. Изменения с декабря по декабрь представлены в таблицах А6 и А7 «Статистического приложения».

<sup>2</sup>В процентах ВВП.

<sup>3</sup>В процентах. Определения безработицы в различных странах могут различаться.

<sup>4</sup>Включая Эстонию.

<sup>5</sup>Позиция по счету текущих операций скорректирована с учетом расхождений в отчетности по операциям внутри зоны евро.

<sup>6</sup>Основано на гармонизированном индексе потребительских цен Евростата.

<sup>7</sup>Исключая Эстонию.

<sup>8</sup>Включая Албанию, Боснию и Герцеговину, Косово, бывшую югославскую республику Македония, Сербию и Черногорию.

внешнего спроса. Во Франции экономический рост прогнозируется на невысоком уровне, 1½ процента в текущем году, так как рост потребления является вялым из-за сокращения

бюджетного стимулирования, а рост экспорта сдерживается замедлением внешнего спроса. В Италии экономический подъем, как ожидается, будет оставаться слабым, так как давние

проблемы конкурентоспособности сдерживают рост экспорта, а запланированная бюджетная консолидация оказывает давление на частный спрос. В странах на периферии зоны евро экономический рост прогнозируется на значительно более низком уровне, так как их экономика переживает резкое и затяжное сокращение балансов активов и обязательств государственного и частного секторов (необходимое для преодоления налогово-бюджетных дисбалансов и дисбалансов конкурентоспособности), а также испытывает более серьезные проблемы, связанные со структурной безработицей (вставка 2.1).

- В странах с развитой экономикой вне зоны евро перспективы экономического подъема также различаются. Например, в Соединенном Королевстве экономический рост в 2011 году прогнозируется на уровне  $1\frac{3}{4}$  процента, так как необходимая бюджетная консолидация, сконцентрированная на раннем этапе, оказывает сдерживающее воздействие на внутренний спрос. Однако в Швеции реальная активность в текущем году, как ожидается, повысится на  $3\frac{3}{4}$  процента на фоне быстро улучшающихся финансовых условий и нарождающихся признаков перегрева в секторе недвижимости.
  - В странах Европы с формирующимся рынком быстрый экономический подъем, согласно прогнозам, продолжится в Турции, где устойчивый частный спрос и динамичный рост кредитования ведут к повышению экономической активности сверх потенциального уровня на фоне по-прежнему адаптивной макроэкономической политики. В Польше, как ожидается, сохранятся прочные темпы экономического роста, на уровне приблизительно  $3\frac{3}{4}$  процента в текущем году, при повышении прибыльности корпораций, продолжении освоения средств ЕС и возобновлении банковского кредитования. Экономический подъем, согласно прогнозам, будет оставаться более вялым в некоторых странах, переживших неустойчивые внутренние бумы (Румыния).
- По-прежнему преобладают риски снижения темпов по отношению к прогнозу. Как обсуждалось в главе 1 апрельского выпуска «Доклада по вопросам глобальной финансовой стабильности» 2011 года, сохраняющаяся напряженность в более уязвимых суверенных структурах и банках зоны евро создает значительную угрозу для финансовой стабильности и роста в краткосрочной перспективе. Это в основном связано с сохраняющейся слабостью финансовых учреждений во многих странах региона с развитой экономикой

и недостаточной прозрачностью их открытых позиций. Финансовые учреждения и суверенные структуры тесно связаны между собой, и вторичные эффекты распространяются в обоих направлениях. Существенные трансграничные связи и вторичные финансовые эффекты вследствие большего неприятия риска и снижения цен на акции могут вызвать замедление темпов роста и спроса, что будет препятствовать региональному и глобальному подъему. Еще один риск замедления роста относительно прогноза исходит от более высоких, чем ожидалось, цен на биржевые товары. В среднесрочной перспективе главный риск по-прежнему связан с тем, что укоренившиеся налогово-бюджетные дисбалансы и дисбалансы конкурентоспособности в периферийных странах и незавершенные меры для устранения уязвимости банковского сектора во многих странах зоны евро могут привести к длительному периоду медленного роста.

Требуются комплексные, быстрые и решительные меры политики для устранения этих рисков снижения роста относительно прогноза. Уже приняты важные меры как на национальном уровне, так и на уровне ЕС. Однако необходимы дальнейшие смелые шаги для обеспечения устойчивости налогово-бюджетной сферы, устранения проблем в банковском секторе, реформирования основ политики ЕС и оживления экономического роста.

Обеспечение устойчивости государственного долга остается приоритетом для большинства европейских стран. Текущие планы бюджетной консолидации в целом являются оптимальными и обоснованно дифференцированы на ближайшую перспективу. В 2011 году крупнейшие страны региона (Германия, Испания, Соединенное Королевство, Франция) будут принимать различные (по своим масштабам и структуре) меры для уменьшения дефицита. Страны, испытывающие давление рынка (Греция, Ирландия, Португалия), продолжат масштабную и сконцентрированную на раннем этапе консолидацию. Тем не менее, во многих европейских странах необходимо сделать большее для подкрепления среднесрочных планов стабилизации конкретными и устойчивыми мерами политики. Кроме того, текущие планы среднесрочной бюджетной стабилизации по-прежнему нуждаются в усилении ввиду угрозы увеличения расходов на пенсионное обеспечение и здравоохранение<sup>4</sup>. Некоторые страны приняли меры по реформированию социальных расходов (например, Греция, Ирландия, Испания,

<sup>4</sup>Подробнее см. Bornhorst and others (2010).

Италия, Франция), но необходимо сделать большее в этой области.

Необходимо срочно преодолеть сохраняющуюся неустойчивость европейской финансовой системы. Как указывается в главе 1 апрельского выпуска «Доклада по вопросам глобальной финансовой стабильности» 2011 года, прогресс в усилении позиций по капиталу и сокращении доли заемных средств в странах Европы был неравномерным. В частности, в зоне евро качество активов является неопределенным, а банкам грозит лавина требований погашения долгов в связи с истечением их сроков, и поэтому они остаются уязвимыми в случае трудностей получения финансирования на оптовых рынках. Стремление уменьшить зависимость от оптового рынка в ряде стран вызвало «войну за депозиты», что уменьшает доходы банков. В целом, некоторым банкам в зоне евро грозит значительная нехватка капитала. Для того чтобы преодолеть эти недостатки, крайне важно уменьшить неопределенность в отношении качества активов, увеличить резервы капитала жизнеспособных банков, а также выявить слабые банки и провести их санацию. По этому направлению некоторые страны (например, Испания) добились больших успехов, чем другие. Новые стресс-тесты, которые являются более реалистичными, тщательными и прозрачными, повысят ясность ситуации. Однако они будут эффективными только в том случае, если станут частью скоординированных национальных стратегий устранения проблем уязвимых учреждений в соответствии с обязательствами, принятыми директивными органами на мартовском совещании ЕС на высшем уровне. Тем временем необходимо устранить избыточный потенциал в банковской системе путем санации наиболее слабых банков. Без этих реформ финансовые системы стран Европы будут оставаться уязвимыми, рост кредитования может подвергнуться дополнительному давлению, и экономический подъем может быть подорван.

В большинстве европейских стран может сохраняться адаптивная денежно-кредитная политика, пока инфляционное давление остается пониженным. В странах Европы с развитой экономикой базовая инфляция, согласно прогнозам, будет оставаться низкой, так как инфляционные ожидания четко зафиксированы, и в большинстве стран по-прежнему имеются крупные избыточные мощности. Кроме того, воздействие, оказываемое недавним повышением цен на биржевые товары, должно быть временным. Это служит доводом в пользу сохранения в настоящее время низких

ставок интервенции с целью поддержать экономический подъем и помочь компенсировать краткосрочное понижательное воздействие бюджетной консолидации на внутренний спрос. Тем не менее центральным банкам необходимо внимательно следить за изменениями заработной платы и инфляционными ожиданиями в целях обнаружения возможных вторичных эффектов, особенно в странах, которые в наибольшей степени продвинулись по пути экономического подъема. В зоне евро сохранение факторов уязвимости в финансовой системе может сдерживать экономический рост, что оправдывает более медленные темпы нормализации ставок. Более того, чрезвычайные меры ЕЦБ должны отменяться постепенно по мере ослабления системной неопределенности. В странах Европы с формирующимся рынком перспективы инфляции являются более неоднородными, что отражает, главным образом, различия в незагруженных производственных мощностях и степени воздействия цен на биржевые товары на общую инфляцию. В некоторых быстро растущих странах с формирующимся рынком ставки интервенции, возможно, должны быть нормализованы раньше для предотвращения перегрева экономики.

Ключевой задачей на перспективу является реформирование основ политики зоны евро и ЕС для восстановления уверенности и обеспечения будущей стабильности и экономического роста в Европе. Кризис выявил глубинные проблемы в налогово-бюджетной и структурной политике и политике обеспечения финансовой стабильности, имеющие значительные трансграничные последствия. Для решения этих проблем требуются комплексные решения.

Необходимо, в первую очередь, срочно заверить рынки в том, что общая система финансовой защиты зоны евро располагает достаточными ресурсами для преодоления рисков снижения активности. На мартовском совещании ЕС на высшем уровне европейские лидеры приняли обязательство существенно расширить эффективный кредитный потенциал ЕФФС. Хотя это должно укрепить доверие рынка, механизм выполнения этого обязательства должен быть разъяснен по возможности в кратчайшие сроки, и для поддержания налогово-бюджетной устойчивости необходимо срочно принять решение о корректировке процентной ставки по кредитам ЕФФС. На период после 2013 года предлагаемый постоянный Европейский стабилизационный механизм создает прочную и упорядоченную основу для оказания содействия государствам зоны евро при строгих предъявляемых условиях для поддержания

дисциплины. Некоторая дополнительная гибкость этих инструментов поможет более непосредственно учитывать аспекты взаимозависимости национальных банковских систем и суверенных рисков.

Кризис показал, что помимо принятия мер антикризисного управления необходимо улучшить координацию политики в ЕС по налогово-бюджетным и структурным вопросам. Совместная ответственность за налогово-бюджетное бремя должна сочетаться с совместной ответственностью за налогово-бюджетную политику. С этой целью директивные органы в марте приняли решение усилить основы налогово-бюджетной политики путем укрепления «Пакта о стабильности и росте», введения минимальных стандартов для основ национальной политики и улучшения координации с «Европейским семестром». Совершенствование надзора над структурными узкими местами, конкурентоспособностью и дисбалансами также необходимо для преодоления макроэкономических дисбалансов. В этом отношении в качестве инструментов координации вызывают одобрение недавно согласованный пакт «Евро-Плюс» и вводимая «Процедура проверки чрезмерных дисбалансов», однако конкретные реформы должны быть определены и реализованы без дальнейших задержек. Кроме того, необходимо придать более обязательный характер процессу надзора путем введения санкций и обеспечения того, чтобы разрыв во времени между составлением диагностического анализа и принятием мер политики оставался коротким.

Еще один урок кризиса состоит в необходимости интегрированного общеевропейского подхода к надзору, регулированию и антикризисному управлению. Проблемы в финансовых секторах отдельных стран могут быстро распространяться на другие страны региона, а недостатки в надзоре или регулировании могут приводить к крупным вторичным эффектам. Следовательно, срочно требуется большая совместная ответственность и подотчетность за финансовую стабильность в Европе. Это может быть достигнуто путем интегрированного антикризисного управления, а также интегрированного надзора, которые должны помочь в достижении определенного единогласия по вопросам разделения бремени. Определенные шаги в этом направлении принимаются с созданием Европейского совета по вопросам системного риска и Европейской системы органов финансового надзора. Однако успех этих новых организаций будет зависеть от достаточности ресурсов, эффективности сбора информации и обмена ею, а также целенаправленной координации их деятельности. Еще более важным моментом

является то, что общий прогресс в создании Европейского механизма финансовой стабильности разочаровывает своей медленностью, особенно учитывая его значение для обеспечения эффективно и стабильного рынка финансовых услуг, который распределял бы риски между странами и способствовал бы экономическому росту в Европе.

Во многих отношениях Европейский союз и зона евро находятся на перепутье. Общественная поддержка евро остается сильной, если принять во внимание напряженность, созданную разделением суверенного риска. Однако если странами не будет сделан значительный прыжок в направлении более интегрированного подхода к налогово-бюджетной политике и не будет принята совместная ответственность за финансовую стабильность, поддержка разделения бремени может быть значительно меньшей при будущих кризисах. В то же время, принятие этих мер может обеспечить крупные выгоды, проистекающие из разделения риска, за счет действительно интегрированного финансового рынка, подлежащего более эффективному надзору и регулированию.

### **В странах Содружества Независимых Государств продолжается умеренный экономический подъем**

*Экономический подъем в странах СНГ происходит устойчивыми темпами (рис. 2.7). Претерпев резкое падение во время кризиса, реальная активность в регионе остается значительно ниже уровня своего потенциала, несмотря на заметные различия между странами.*

Экономический подъем поддерживается несколькими факторами. Более высокие цены на биржевые товары способствуют росту производства и занятости в странах-экспортерах биржевых товаров в регионе. Оживление реальной активности в России благоприятно влияет на другие страны СНГ посредством торговли, денежных переводов от работников-мигрантов и инвестиций. Кроме того, продолжается постепенная нормализация торговли и потоков капитала в регионе. В то же время сильная зависимость от внешнего финансирования и сохраняющаяся уязвимость банковского сектора сдерживают рост в ряде стран СНГ.

На этом фоне прогнозируется расширение реальной активности в СНГ на 5 процентов в 2011 году и 4¾ процента в 2012 году, и она лишь постепенно будет приближаться к уровню своего потенциала. Однако в рамках региона перспективы



**Рисунок 2.7. Содружество Независимых Государств: средние прогнозируемые темпы роста реального ВВП в 2011–2012 годах (В процентах)**



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

экономического роста существенно различаются (рис. 2.8; таблица 2.3).

- В России прогнозируется умеренное повышение темпов роста, до 4¾ процента в 2011 году и 4½ процента в 2012 году, что приведет только к постепенному сокращению разрыва между фактическим и потенциальным объемом производства. Спрос со стороны частного сектора, вероятно, будет оставаться пониженным, так как необслуживаемые кредиты в банковской системе сдерживают рост кредитования и потребления.
- Среди других экспортеров энергоносителей ожидается, что наиболее высокие показатели по-прежнему будут иметь страны с наименьшими внешними связями их финансовых секторов. В частности, ожидается, что высокие цены на газ будут благоприятствовать Туркменистану, который станет одной из наиболее быстро растущих стран региона и в 2011 году достигнет 9 процентов роста. В Узбекистане экономический рост, согласно прогнозам, также будет оставаться высоким, на уровне 7 процентов в 2011 году, чему будут способствовать сильный

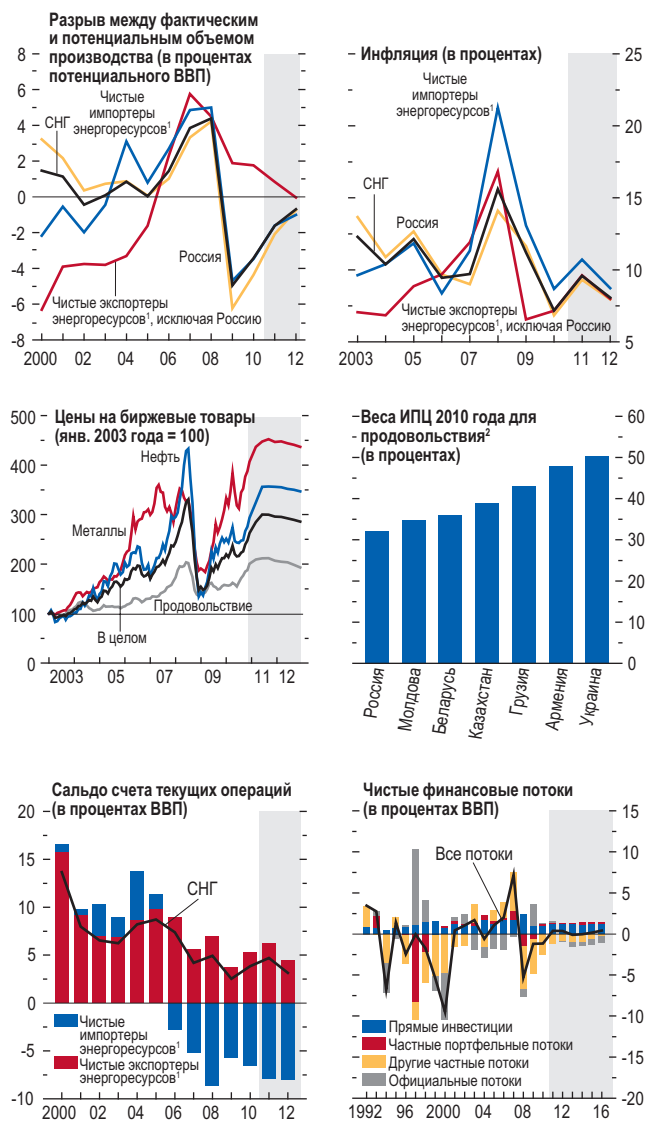
внутренний спрос, государственные инвестиции и экспорт биржевых товаров (в том числе, золота и хлопка).

- В группе стран-импортеров энергоносителей экономический рост прогнозируется на уровне 5¼ процента в 2011 году и 5 процентов в 2012 году; одним из этих стран (например, Армении, Молдове) будет благоприятствовать восстановление денежных переводов от работников-мигрантов из России, другим — восстановление финансовой стабильности (например, Украине).

Несмотря на наличие значительных резервных мощностей, инфляция усиливается во всем регионе, в первую очередь, из-за более высоких цен на продовольствие. Неблагоприятные погодные условия в 2010 году привели к сокращению урожая зерновых и способствовали резкому росту цен на продовольствие. На продукты питания приходится значительная часть корзины, по которой исчисляется инфляция потребительских цен в регионе (от 30 до 50 процентов; см. рис. 2.8), и поэтому растущие цены на продовольствие, как ожидается,

## Рисунок 2.8. Содружество Независимых Государств: происходит умеренный экономический подъем

Экономический подъем продолжается устойчивыми темпами. После резкого падения во время кризиса реальная активность в регионе СНГ остается существенно ниже своего потенциального уровня, несмотря на заметные различия между странами. Инфляция повышается под воздействием более высоких цен на продовольствие, которое составляет высокую долю потребительской корзины в регионе.



Источники: Naver Analytics; система цен первичных биржевых товаров МВФ; оценки персонала МВФ.

<sup>1</sup> Чистые экспортеры энергоресурсов: Азербайджан, Казахстан, Россия, Туркменистан и Узбекистан. Чистые импортеры энергоресурсов: Армения, Беларусь, Грузия, Кыргызская Республика, Молдова, Монголия, Таджикистан и Украина. Агрегированные показатели для внешнеэкономического сектора служат суммарные значения данных по отдельным странам. Агрегированные показатели для всех других секторов рассчитаны на основе весов по паритету покупательной способности.

<sup>2</sup> Данные по Беларуси относятся к 2008 году; ИПЦ — индекс потребительских цен.

приведут к существенному повышению общего уровня инфляции. Учитывая ограниченную степень доверия к денежно-кредитной политике в странах региона, это, вероятно, приведет к более широкому давлению на заработную плату и базовую инфляцию.

Риски для прогноза в регионе являются, в целом, сбалансированными. В большинстве стран СНГ перспективы экономического роста по-прежнему сильно зависят от темпов экономического подъема в России, которые могут преподнести как положительный, так и отрицательный сюрприз. С более высокими ценами на биржевые товары связаны риски превышения прогноза экономического роста в странах-экспортерах биржевых товаров; усиление глобального неприятия риска или более низкий внешний спрос со стороны стран с развитой экономикой могут создать риски замедления роста по сравнению с прогнозируемыми показателями.

Основной трудной задачей для политики стран региона является отмена мер антикризисной макроэкономической и финансовой политики, которая должна быть проведена таким образом, чтобы обеспечить достаточную поддержку еще неполному экономическому подъему без ущерба для стабильности цен.

- В финансовой сфере главной задачей политики является преодоление сохраняющейся уязвимости. Например, наличие существенных банковских рисков в России требует усиления нормативов достаточности капитала и расширения полномочий органов надзора, а также внедрения законодательства по консолидированному надзору и кредитованию связанных сторон. В ряде стран (Казахстан, Кыргызская Республика, Таджикистан) главным приоритетом является принятие комплексных и прозрачных стратегий для решения проблемы необслуживаемых кредитов в банковском секторе.
- Поскольку большинство стран региона применяет режим валютной привязки или жесткого управления обменным курсом, денежно-кредитная политика обладает лишь ограниченными возможностями реагировать на шоки. В данном контексте приветствуется повышение гибкости валютного курса в России, так как это сужает возможные противоречия между обменным курсом и уровнем инфляции и сдерживает спекулятивные потоки капитала. Учитывая устойчивое повышение цен на непродовольственные товары и неблагоприятные перспективы инфляции, повышение ставки интервенции поможет не допустить спирали роста заработной платы и цен.

**Таблица 2.3. Содружество Независимых Государств: реальный ВВП, потребительские цены, сальдо счета текущих операций и безработица**

(Годовое изменение в процентах, если не указано иное)

	Реальный ВВП			Потребительские цены <sup>1</sup>			Сальдо счета текущих операций <sup>2</sup>			Безработица <sup>3</sup>		
	Прогнозы			Прогнозы			Прогнозы			Прогнозы		
	2010	2011	2012	2010	2011	2012	2010	2011	2012	2010	2011	2012
<b>Содружество Независимых Государств (СНГ)<sup>4</sup></b>	<b>4,6</b>	<b>5,0</b>	<b>4,7</b>	<b>7,2</b>	<b>9,6</b>	<b>8,1</b>	<b>3,8</b>	<b>4,7</b>	<b>3,2</b>	...	...	...
Россия	4,0	4,8	4,5	6,9	9,3	8,0	4,9	5,6	3,9	7,5	7,3	7,1
Украина	4,2	4,5	4,9	9,4	9,2	8,3	-1,9	-3,6	-3,8	8,1	7,8	7,2
Казахстан	7,0	5,9	5,6	7,4	9,1	6,4	2,5	5,8	4,2	5,8	5,7	5,6
Беларусь	7,6	6,8	4,8	7,7	12,9	9,7	-15,5	-15,7	-15,2	0,7	0,7	0,7
Азербайджан	5,0	2,8	2,5	5,7	10,3	7,5	27,7	28,4	24,2	6,0	6,0	6,0
Туркменистан	9,2	9,0	6,4	4,4	6,1	7,3	-11,4	-4,7	-3,9	...	...	...
Монголия	6,1	9,8	7,1	10,2	16,4	16,0	-15,2	-13,3	-14,0	3,3	3,0	3,0
<b>Страны СНГ с низкими доходами</b>	<b>6,0</b>	<b>5,0</b>	<b>4,8</b>	<b>7,4</b>	<b>11,4</b>	<b>9,2</b>	<b>11,0</b>	<b>13,1</b>	<b>10,3</b>	...	...	...
Узбекистан	8,5	7,0	7,0	9,4	11,6	12,3	6,7	10,0	6,7	0,2	0,2	0,2
Грузия	6,4	5,5	4,8	7,1	12,6	7,9	-9,8	-13,0	-12,0	16,8	16,7	16,5
Армения	2,6	4,6	4,3	8,2	9,3	5,5	-13,7	-12,4	-11,3	7,0	7,0	7,0
Таджикистан	6,5	5,8	5,0	6,5	13,9	9,7	2,2	-4,1	-7,2	...	...	...
Кыргызская Республика	-1,4	5,0	6,0	7,8	18,8	9,3	-7,4	-6,7	-7,8	5,8	5,6	5,5
Молдова	6,9	4,5	4,8	7,4	7,5	6,3	-10,9	-11,1	-11,2	7,4	6,5	6,0
<i>Для справки</i>												
Чистые экспортеры энергоресурсов <sup>5</sup>	4,4	5,0	4,6	6,9	9,4	8,0	5,3	6,3	4,5	...	...	...
Чистые импортеры энергоресурсов <sup>6</sup>	5,1	5,3	4,9	8,7	10,7	8,7	-6,5	-7,9	-8,0	...	...	...

<sup>1</sup>Изменения потребительских цен показаны как среднегодовые значения. Изменения с декабря по декабрь представлены в таблице А7 «Статистического приложения».

<sup>2</sup>В процентах ВВП.

<sup>3</sup>В процентах. Определения безработицы в различных странах могут различаться.

<sup>4</sup>Грузия и Монголия, которые не являются членами Содружества Независимых Государств, включены в эту группу в силу их географического положения и схожих характеристик структуры экономики.

<sup>5</sup>В группу чистых экспортеров энергоресурсов входят Азербайджан, Казахстан, Россия, Туркменистан и Узбекистан.

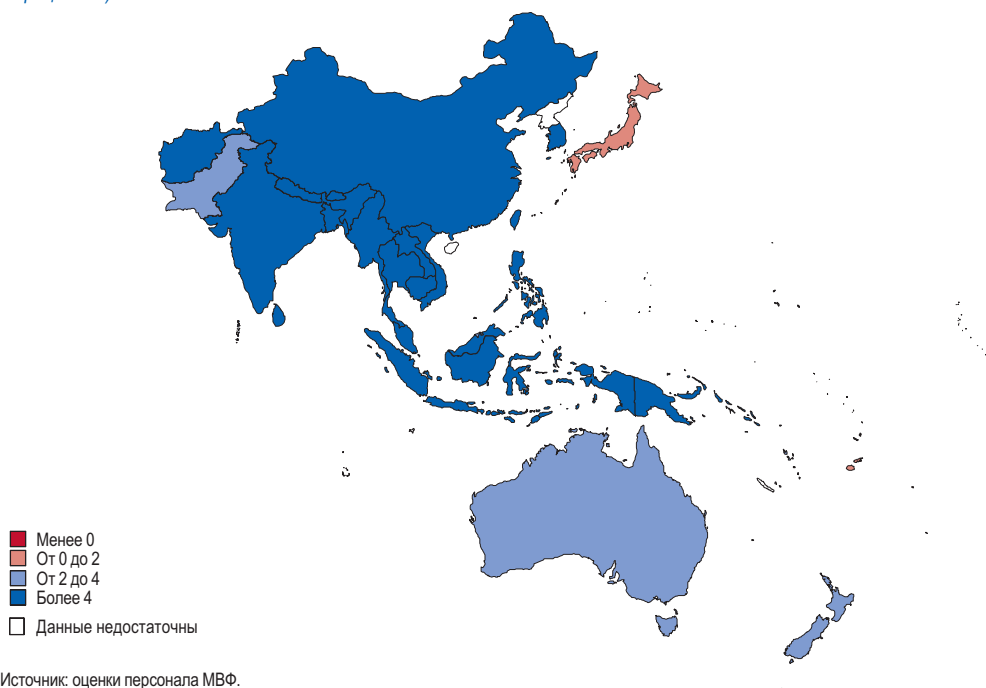
<sup>6</sup>В группу чистых импортеров энергоресурсов входят Армения, Беларусь, Грузия, Кыргызская Республика, Молдова, Монголия, Таджикистан и Украина.

- В налогово-бюджетной сфере задачи политики различаются между странами региона. В России после крупного бюджетного стимула (в размере приблизительно 9 процентов ВВП), реализованного во время кризиса, главная задача состоит в принятии более смелого, заслуживающего доверия и благоприятствующего экономическому росту плана среднесрочной консолидации. В Казахстане, где налогово-бюджетная политика продолжает поддерживать экономический подъем, необходимо обеспечить эффективность государственных расходов. В ряде стран (например, Армении, Грузии, Кыргызской Республике), в которых доля продовольствия в потребительской корзине высока, основное бремя любого повышения цен ляжет на плечи бедных домашних хозяйств. Поэтому необходимо повысить целенаправленность государственной поддержки домашних хозяйств с низкими доходами.

## В странах Азии продолжается быстрый рост

В большинстве стран Азии продолжается экономический подъем на широкой основе, которому способствуют высокие показатели экспорта, динамичный спрос со стороны частного сектора и, в некоторых случаях, быстрый рост кредитования. Даже несмотря на то, что темпы роста стали более умеренными по сравнению с их циклически максимальными значениями, понизившись до более устойчивого уровня, экономический рост стран Азии продолжает опережать рост в других регионах (рис. 2.9; таблица 2.4). За заметным исключением Японии, разрыв между фактическим и потенциальным объемом производства был ликвидирован или быстро сужается во многих странах региона, инфляция повышается, и перегрев экономики начинает вызывать беспокойство. В то же время, был

**Рисунок 2.9. Азия: средние прогнозируемые темпы роста реального ВВП в 2011–2012 годах**  
(В процентах)



достигнут ограниченный прогресс в плане перебалансирования внешнеэкономических секторов стран Азии с формирующимся рынком.

Признаки перегрева начинают проявляться в целом ряде стран. Сохраняющийся рост означает, что некоторые страны региона уже достигли своего потенциала или превысили его (рис. 2.10). Рост кредитования ускоряется в некоторых странах (САР Гонконг, Индонезия, Индия) и остается высоким в Китае. Основное повышение общего уровня инфляции в последние месяцы было вызвано резким ростом цен на продовольствие, но базовая инфляция также растет в ряде стран, особенно в Индии. Кроме того, в ряде стран рост цен на недвижимость измеряется двузначными показателями. Обеспокоенность тем, что инфляционное давление может побудить директивные органы проводить ужесточение политики быстрее, чем ранее планировалось, могла способствовать недавнему снижению курсов акций и облигаций на рынках.

В этих условиях в странах Азии прогнозируется дальнейшее быстрое расширение активности в этом и следующем годах. Рост экспорта, как ожидается, станет более умеренным относительно крайне быстрых темпов прошлого года, но будет оставаться устойчивым, так как прирост рыночных

долей и внутрирегиональной торговли будет частично компенсировать слабый спрос на конечную продукцию со стороны стран с развитой экономикой. Приток капитала в Азию, вероятно, будет продолжаться, будучи обусловленным как циклическими, так и структурными факторами. Рост самостоятельного частного потребления должен остаться сильным и будет поддерживаться по-прежнему высокими стоимостными оценками активов и улучшением условий на рынке труда.

- После того как в 2010 году экономический рост Китая составил 10¼ процента, ожидается, что он будет оставаться устойчивым на уровне 9½ процента как в текущем, так и следующем годах, при все большем смещении ведущей роли в экономическом росте от государственного к частному спросу. Потребление будет поддерживаться быстрым ростом кредитования, благоприятными условиями на рынке труда и дальнейшими мерами политики по увеличению располагаемого дохода домашних хозяйств.
- Экономический рост в Индии, как ожидается, станет более умеренным, но по-прежнему будет превышать тренд: рост ВВП прогнозируется на уровне 8¼ процента в 2011 году

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

(Годовое изменение в процентах, если не указано иное)

	Реальный ВВП			Потребительские цены <sup>1</sup>			Сальдо счета текущих операций <sup>2</sup>			Безработица <sup>3</sup>		
	Прогнозы			Прогнозы			Прогнозы			Прогнозы		
	2010	2011	2012	2010	2011	2012	2010	2011	2012	2010	2011	2012
<b>Азия</b>	<b>8,2</b>	<b>6,7</b>	<b>6,8</b>	<b>4,3</b>	<b>4,7</b>	<b>3,4</b>	<b>3,3</b>	<b>3,1</b>	<b>3,1</b>	...	...	...
<b>Страны Азии с развитой экономикой</b>	<b>5,3</b>	<b>2,8</b>	<b>3,1</b>	<b>0,8</b>	<b>1,8</b>	<b>1,5</b>	<b>3,4</b>	<b>2,8</b>	<b>2,4</b>	<b>4,8</b>	<b>4,5</b>	<b>4,3</b>
Япония	3,9	1,4	2,1	-0,7	0,2	0,2	3,6	2,3	2,3	5,1	4,9	4,7
Австралия	2,7	3,0	3,5	2,8	3,0	3,0	-2,6	-0,4	-2,1	5,2	5,0	4,8
Новая Зеландия	1,5	0,9	4,1	2,3	4,1	2,7	-2,2	-0,2	-4,4	6,5	6,7	6,2
<b>Новые индустриальные страны Азии</b>	<b>8,4</b>	<b>4,9</b>	<b>4,5</b>	<b>2,3</b>	<b>3,8</b>	<b>2,9</b>	<b>7,1</b>	<b>6,3</b>	<b>6,0</b>	<b>4,1</b>	<b>3,6</b>	<b>3,6</b>
Корея	6,1	4,5	4,2	3,0	4,5	3,0	2,8	1,1	1,0	3,7	3,3	3,3
Тайвань, провинция Китая	10,8	5,4	5,2	1,0	2,0	2,0	9,4	11,6	10,9	5,2	4,6	4,5
САР Гонконг	6,8	5,4	4,2	2,4	5,8	4,4	6,6	5,2	5,5	4,3	3,6	3,8
Сингапур	14,5	5,2	4,4	2,8	3,3	3,0	22,2	20,4	19,0	2,2	2,2	2,2
<b>Развивающиеся страны Азии</b>	<b>9,5</b>	<b>8,4</b>	<b>8,4</b>	<b>6,0</b>	<b>6,0</b>	<b>4,2</b>	<b>3,3</b>	<b>3,3</b>	<b>3,6</b>	...	...	...
Китай	10,3	9,6	9,5	3,3	5,0	2,5	5,2	5,7	6,3	4,1	4,0	4,0
Индия	10,4	8,2	7,8	13,2	7,5	6,9	-3,2	-3,7	-3,8	...	...	...
<b>АСЕАН-5</b>	<b>6,9</b>	<b>5,4</b>	<b>5,7</b>	<b>4,4</b>	<b>6,1</b>	<b>4,7</b>	<b>3,5</b>	<b>2,7</b>	<b>2,2</b>	...	...	...
Индонезия	6,1	6,2	6,5	5,1	7,1	5,9	0,9	0,9	0,4	7,1	6,7	6,5
Таиланд	7,8	4,0	4,5	3,3	4,0	3,4	4,6	2,7	1,9	1,0	1,2	1,2
Малайзия	7,2	5,5	5,2	1,7	2,8	2,5	11,8	11,4	10,8	3,3	3,2	3,1
Филиппины	7,3	5,0	5,0	3,8	4,9	4,3	4,5	2,9	2,8	7,2	7,2	7,2
Вьетнам	6,8	6,3	6,8	9,2	13,5	6,7	-3,8	-4,0	-3,9	5,0	5,0	5,0
<b>Другие развивающиеся страны Азии<sup>4</sup></b>	<b>5,7</b>	<b>4,7</b>	<b>5,2</b>	<b>9,1</b>	<b>10,9</b>	<b>9,6</b>	<b>-0,6</b>	<b>-1,3</b>	<b>-1,8</b>	...	...	...
<i>Для справки</i>												
Страны Азии с формирующимся рынком <sup>5</sup>	9,4	7,9	7,9	5,5	5,7	4,0	3,9	3,8	4,0	...	...	...

<sup>1</sup> Изменения потребительских цен показаны как среднегодовые значения. Изменения с декабря по декабрь представлены в таблицах А6 и А7 «Статистического приложения».

<sup>2</sup> В процентах ВВП.

<sup>3</sup> В процентах. Определения безработицы в различных странах могут различаться.

<sup>4</sup> В 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.

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

и 7¾ процента в 2012 году. Инфраструктура будет по-прежнему служить ключевым фактором роста, и ожидается ускорение корпоративных инвестиций, так как ограничения потенциала начинают оказывать сдерживающий эффект, а условия финансирования остаются благоприятными.

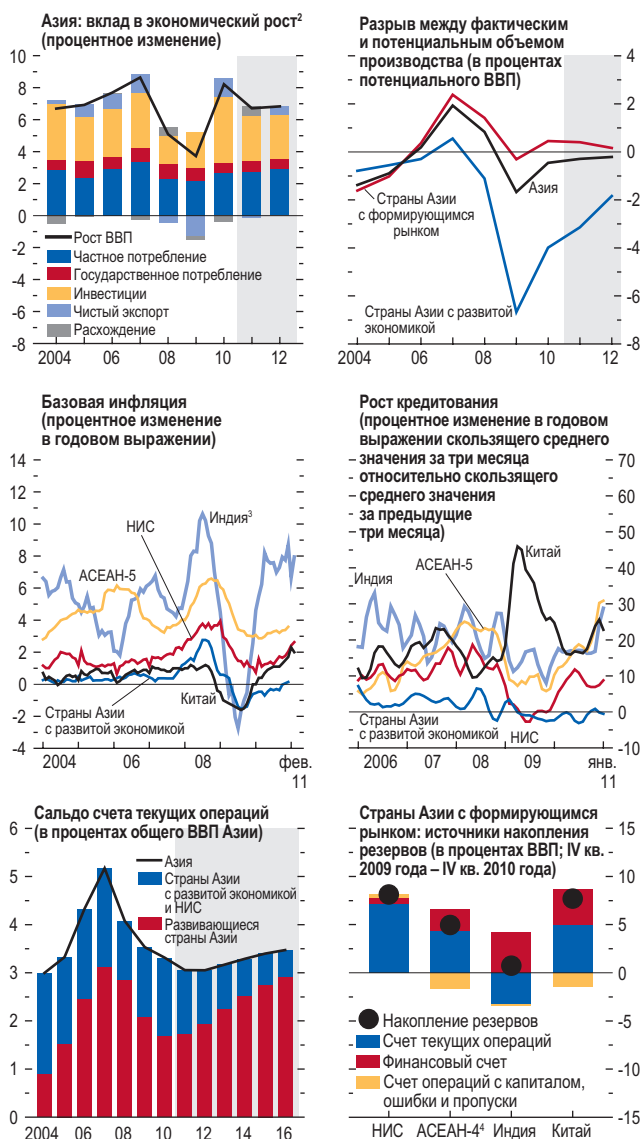
- Рост в новых индустриальных странах (НИС) Азии, после того как он достиг крайне высоких темпов в прошлом году, как ожидается, станет более умеренным и замедлится до более устойчивого уровня в 5 процентов в 2011 году, что будет приблизительно соответствовать потенциалу этих стран. Хотя замедление отражает завершение цикла накопления запасов, экспорт и частное потребление будут оставаться важными факторами экономического роста.

- В странах АСЕАН-5<sup>5</sup> экономический рост прогнозируется на уровне 5½ процента в 2011 году и 5¾ процента в 2012 году. Лидером по темпам роста в АСЕАН-5 будет Индонезия, где сильное потребление и оживление инвестиций приведут к повышению роста до 6¼ процента в текущем году и 6½ процента в 2012 году.
- Экономический рост в Японии на уровне 4 процентов в 2010 году был одним из наиболее высоких среди стран с развитой экономикой и был вызван крупным бюджетным стимулом и оживлением экспорта. Однако в перспективе ситуация является неопределенной из-за землетрясения в Тохоку. По официальным

<sup>5</sup> Ассоциация стран Юго-Восточной Азии (АСЕАН) включает Вьетнам, Индонезию, Малайзию, Таиланд и Филиппины.

## Рисунок 2.10. Азия: лидирующее положение сохраняется<sup>1</sup>

Азия продолжает опережать другие регионы благодаря устойчивому экспорту и сильному внутреннему спросу. В некоторых странах Азии с формирующимся рынком разрыв между фактическим и потенциальным объемом производства ликвидирован, базовая инфляция повышается и происходит быстрый рост кредитования. Устойчиво высокий профицит счета текущих операций по-прежнему превосходит приток капитала, но многие страны по-прежнему не желают допускать повышения курса их валюты.



Источники: база данных CEIC Asia; Haver Analytics; оценки персонала МВФ.

<sup>1</sup> Страны Азии с развитой экономикой: Австралия, Новая Зеландия и Япония; новые индустриальные страны Азии (НИС): САР Гонконг, Корея, Сингапур и провинция Китая Тайвань; развивающиеся страны Азии: остальные страны Азии; АСЕАН-5: Вьетнам, Индонезия, Малайзия, Таиланд и Филиппины; страны Азии с формирующимся рынком: развивающиеся страны Азии и НИС. Агрегированными показателями для внешнеэкономического сектора служат суммарные значения данных по отдельным странам. Агрегированные показатели для всех других секторов рассчитаны на основе весов по паритету покупательной способности.

<sup>2</sup> Исключая Бруней-Даруссалам, Бутан, Вануату, Кирибати, Лаосскую НДР, Самоа, Тимор-Лешти, Тонга, Тувалу и Фиджи из-за ограниченности данных.

<sup>3</sup> Индекс оптовых цен исключает продовольствие и энергоносители.

<sup>4</sup> АСЕАН-4: АСЕАН-5, исключая Вьетнам.

оценкам ущерб для основных фондов составляет примерно от 3 до 5 процентов ВВП, что приблизительно вдвое превышает ущерб от землетрясения в Кобе в 1995 году. Однако эти данные не учитывают последствий возможной нехватки электроэнергии и сохраняющихся рисков, связанных с аварией на АЭС «Фукусима Даи-Ичи». Если предположить, что за несколько месяцев проблемы нехватки электроэнергии и ядерного кризиса удастся преодолеть, экономический рост, согласно прогнозам, замедлится до 1½ процента в 2011 году и восстановится до 2 процентов в 2012 году<sup>6</sup>.

- В Австралии наводнения в основных горнодобывающих и сельскохозяйственных регионах, как ожидается, отрицательно повлияют на темпы экономического роста в начале 2011 года, но за год в целом их последствия будут компенсированы более высокими частными инвестициями в горнодобывающую отрасль и более сильным экспортом биржевых товаров; рост ВВП, согласно прогнозам, составит 3 процента в текущем году и 3½ процента в 2012 году. Недавние землетрясения приведут к замедлению активности в Новой Зеландии в текущем году при прогнозируемом росте реального ВВП в 1 процент, однако, как ожидается, темпы роста повысятся до 4 процентов в 2012 году при ведущей роли восстановительных работ.

На фоне продолжающегося быстрого экономического роста, объеме производства, близком в настоящее время к своему потенциалу, и сохранении адаптивной денежно-кредитной политики ожидается дальнейшее усиление инфляции в большинстве развивающихся стран Азии. Инфляционное давление наиболее очевидно в Индии, где, несмотря на то что инфляция стала несколько более умеренной, она приобрела более общий характер и, согласно прогнозам, будет оставаться высокой, в среднем на уровне 7½ процента в текущем году. В других развивающихся странах Азии инфляция ниже, но также повышается. В Китае давление на цены, начавшееся с узкого перечня продуктов питания, распространилось на другие товары, включая жилье, и в текущем году, согласно прогнозам, инфляция достигнет 5 процентов. Аналогичные тенденции ускорения инфляции и расширения ее сферы становятся очевидными и в других развивающихся странах региона:

<sup>6</sup>Последствия недавних событий в Японии для финансовой стабильности обсуждаются в апрельском выпуске «Доклада по вопросам глобальной финансовой стабильности» 2011 года.

в развивающихся странах Азии в целом уровень инфляции, согласно прогнозам, в текущем году составит 6 процентов. Разительно отличается от этого небольшая дефляция, продолжающаяся в Японии, и инфляционные ожидания в этой стране существенно не улучшились.

Риски для прогнозов экономического роста исходят как извне региона, так и изнутри. Несмотря на существенное расширение внутрирегиональной торговли, две трети конечного спроса на экспорт стран Азии по-прежнему приходится на другие регионы, и возобновившиеся потрясения в зоне евро скажутся на странах Азии, главным образом, через торговые связи. Дополнительный внешний риск заключается в более сильном, чем ожидалось, повышении цен на нефть и биржевые товары. Что касается рисков, существующих внутри региона Азии, то, если адаптивная политика не будет достаточно скорректирована ввиду нарастающего давления из-за перегрева экономики, краткосрочные темпы роста могут преподнести сюрприз, превысив прогноз. Однако в дальнейшем это может привести к резкому падению. В частности, резкое замедление экономической активности в Китае, возможно вследствие цикла подъемов и спадов кредитования и цен на недвижимость, окажет отрицательное воздействие на весь регион. Данная динамика подъемов и спадов также возможна в других странах Азии с формирующимся рынком, например в некоторых НИС (САР Гонконг, Сингапур).

Хотя профицит счетов внешних операций стран Азии существенно уменьшился, с пикового уровня в 5¼ процента ВВП региона в 2007 году до приблизительно 3¼ процента ВВП в 2010 году, его дальнейшее сокращение не ожидается. По мере оживления внешнего спроса и отмены бюджетного стимулирования профицит счетов внешних операций стран региона, согласно прогнозам, в ближайшие годы вновь возрастет, причем основная часть профицита будет приходиться на развивающиеся страны Азии в целом и Китай в частности, особенно в среднесрочной перспективе (см. рис. 2.10). В действительности прогресс в проведении переквалификации был незначителен; прогнозируемые показатели профицита региона в настоящее время выше указанных в октябрьском выпуске «Перспектив развития мировой экономики» 2010 года, как на кратко-, так и среднесрочную перспективу. Сальдо счета текущих операций развивающихся стран Азии значительно превышает уровень, согласующийся с их основными экономическими показателями, учитывая относительно

низкий доход на душу населения в регионе, более высокие ожидаемые темпы роста и относительно молодое население.

Главной задачей директивных органов в странах Азии является быстрая нормализация налогово-бюджетной и денежно-кредитной политики в регионе и обеспечение того, чтобы динамика подъемов и спадов не вышла из-под контроля. Денежно-кредитная политика остается, в целом, адаптивной, даже несмотря на то что многие страны приняли меры для ее нормализации. Ожидаемое в настоящее время рынками некоторых стран дальнейшее ужесточение политики является недостаточным для предотвращения роста инфляции. В дополнение к более быстрому ужесточению ставок интервенции важным компонентом ужесточения политики будет повышение гибкости обменных курсов. Главной ответной мерой на возобновление притока иностранного капитала в страны Азии служило дальнейшее накопление резервов. Если допустить рост обменных курсов в ответ на приток капитала, это в большей степени поспособствует нормализации политики. Кроме того, требуется усиление надзора и принятие пруденциальных мер для устранения обеспокоенности ухудшением качества кредитов, что часто сопровождается бумом кредитования и цен на активы. Например, в Китае усиливается беспокойство по поводу того, что количественные ограничения на совокупный рост банковского кредитования, используемые в целях макроэкономического контроля, подрываются банковскими финансовыми инновациями и забалансовой деятельностью.

Налогово-бюджетная политика, согласно прогнозам, в текущем году будет в меньшей степени поддерживать рост, чем в прошлом году, однако темпы отмены поддержки являются медленными, учитывая высокие темпы роста в регионе. Более быстрая отмена поддержки позволит правительствам создать бюджетное пространство, необходимое для преодоления негативных шоков в будущем. Антициклическая налогово-бюджетная политика поможет также смягчить влияние притока капитала на внутренний спрос. В Японии недавнее снижение рейтинга суверенного долга подчеркивает необходимость заслуживающего доверия плана налогово-бюджетной стабилизации. После того как появится большая ясность в отношении масштабов ущерба от землетрясения, а восстановительные работы будут развернуты, официальные органы должны будут принять заслуживающую большего доверия налогово-бюджетную стратегию, призванную снизить коэффициент государственного

долга в среднесрочной перспективе при обеспечении дополнительных расходов на восстановительные работы.

Управление притоком капитала является еще одной важной задачей политики стран Азии. В случае стран, в которых сохраняется крупный профицит счета текущих операций, но ответной мерой на приток капитала было дальнейшее накопление резервов, рецепт для политики очевиден — большая гибкость обменного курса. Повышение курса не только поможет в решении трудных задач управления ликвидностью, но и приведет к уменьшению ожиданий крупного однократного повышения курса, что ослабит приток спекулятивного капитала. Усиление системы пруденциальных нормативов также поможет уменьшить уязвимость, вызванную крупным и потенциально волатильным притоком капитала.

Хотя возобновление притока капитала в последние месяцы привлекает к себе основное внимание, значительный профицит счета текущих операций стран региона по-прежнему многократно превосходит эти потоки. В этой связи также крайне необходимо вышеупомянутое повышение гибкости обменного курса. Оно поможет стимулировать внутренний спрос и переключить ресурсы из внешнеторговых в невнешнеторговые сектора, что облегчит столь необходимое развитие сферы услуг в некоторых странах региона. Однако курсовая политика должна дополняться структурными реформами. Меры для улучшения инфраструктуры и делового климата окажут благоприятное воздействие в странах, в которых частные инвестиции недостаточны, например в странах АСЕАН-5. Кроме того, дальнейшие реформы с целью повысить потребление в таких странах, как Китай (включая расширение пенсионного обеспечения и охвата услугами здравоохранения, а также развитие финансового сектора), также послужат ключевыми элементами комплексного пакета мер для перестройки экономики<sup>7</sup>.

### Страны Латинской Америки сталкиваются с динамичными внешними условиями

*Регион ЛАК успешно перенес глобальную рецессию и в настоящее время должен решить задачи политики, связанные с преодолением трудностей, сопряженных с двумя значительными положительными факторами: высокими ценами на биржевые товары*

<sup>7</sup>См., например, Baldacci and others (2010).

*и сильным притоком капитала. В ряде более крупных стран, согласно базисному прогнозу, произойдет снижение высоких темпов роста 2010 года до более умеренного уровня, в то время как объем производства будет в большей степени соответствовать потенциалу, хотя существует значительный риск перегрева экономики (рис. 2.11). В других более медленно растущих странах, которые не столь быстро восстановились после глобальной рецессии, существуют признаки того, что объем производства приближается к своему потенциалу.*

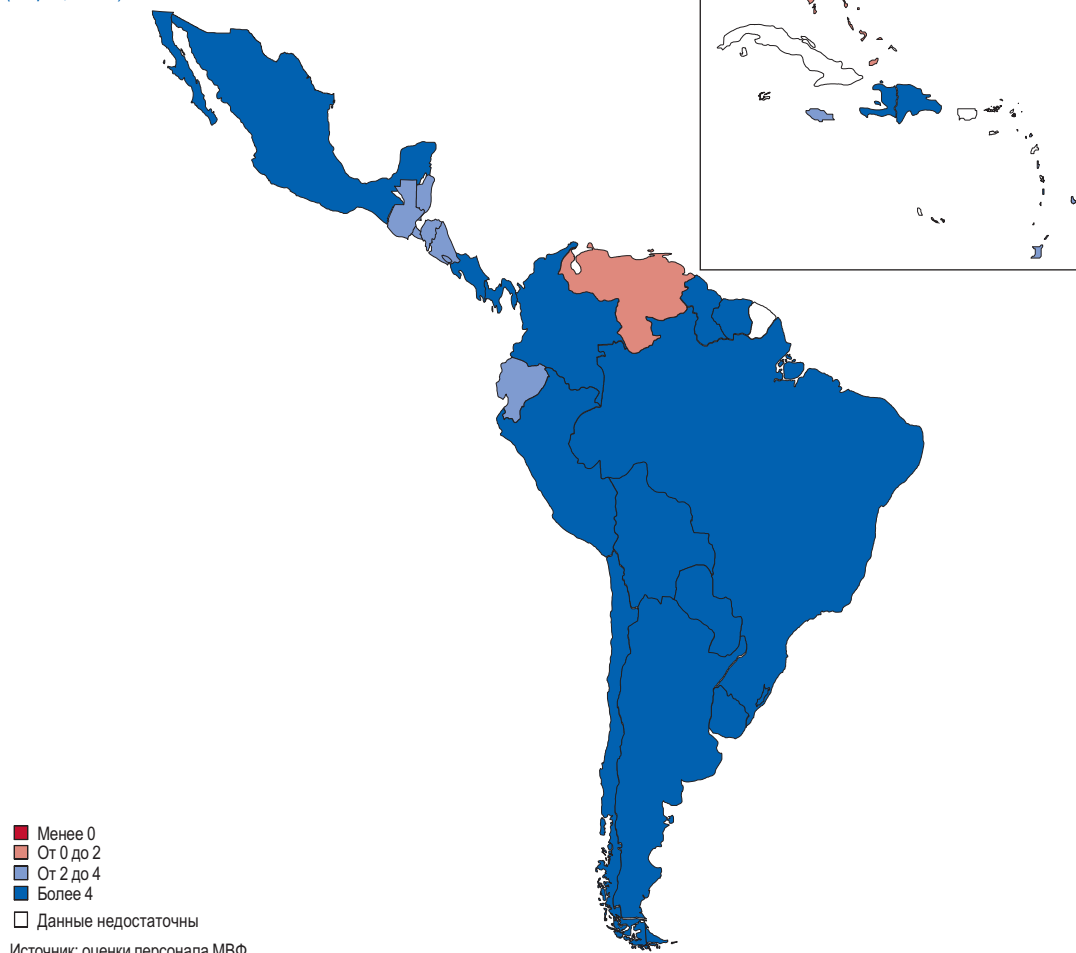
Реальная активность в прошлом году выросла приблизительно на 6 процентов, после того как она сократилась на 1¾ процента в 2009 году. Эти высокие темпы по-прежнему поддерживаются устойчивым спросом со стороны Китая и динамичными ценами на биржевые товары (рис. 2.12). В последнее время экспорт в другие регионы также восстанавливается. Это способствовало сильному притоку капитала и обусловило умеренный дефицит счета текущих операций. Однако несмотря на то, что цены на биржевые товары способствовали улучшению сальдо счетов текущих операций, дефицит растет и, согласно прогнозам, будет продолжать расти ввиду устойчивого внутреннего спроса. Общие динамичные условия обуславливают повышение инфляции в странах Южной и Центральной Америки. С другой стороны, в Мексике в настоящее время не ощущается тенденции к перегреву экономики (см. рис. 1.15).

Средние темпы экономического роста в регионе, согласно прогнозам, составят 4¾ процента в 2011 году и 4¼ процента в 2012 году (таблица 2.5). Темпы роста в 2011 году будут на ½ процента выше, чем прогнозировалось в октябрьском выпуске «Перспектив развития мировой экономики» 2010 года (см. рис. 2.12). Главной причиной данного пересмотра прогноза служит большая уверенность в прочности глобального экономического подъема и улучшение перспектив в отношении цен на биржевые товары. Однако, как и в других регионах, ситуация в различных странах различается.

- Экономические перспективы стран-экспортеров биржевых товаров в целом являются положительными. В группе финансово интегрированных экспортеров биржевых товаров (ФИЭБ: Бразилия, Колумбия, Перу, Уругвай, Чили) экономический рост в текущем году прогнозируется на уровне 4¾ процента. Однако имеются признаки потенциального перегрева экономики, и приток капитала создает трудные условия для проведения политики. Например, согласно последним данным, в Бразилии и Колумбии годовые темпы прироста реального кредита составляют



**Рисунок 2.11. Латинская Америка и Карибский бассейн: средние прогнозируемые темпы роста реального ВВП в 2011–2012 годах (В процентах)**



10–20 процентов (см. рис. 2.12). Кроме того, кредит на душу населения в Бразилии практически удвоился за последние пять лет.

- Экономические перспективы Мексики остаются тесно увязанными с перспективами США. В соответствии с умеренным улучшением перспектив экономики США рост реальной активности в 2011 году в настоящее время прогнозируется на уровне 4½ процента, что приблизительно на ¾ процентного пункта выше, чем в октябрьском прогнозе.
- В странах Центральной Америки, и в частности в Панаме, экономический подъем усиливается благодаря внешнему спросу, и разрыв между фактическим и потенциальным объемом

производства почти ликвидирован. Дополнительную поддержку оказывает оживление потоков денежных переводов от работников-мигрантов. Ожидается, что эти тенденции сохранятся.

- Экономические перспективы стран Карибского бассейна улучшились в соответствии с глобальным подъемом. Экономический рост в 2011 году в настоящее время прогнозируется на уровне 4¼ процента. Однако во многом он отражает высокие экономические показатели Доминиканской Республики и восстановительные работы после землетрясения в Гаити; за исключением этих стран экономический рост в странах Карибского бассейна прогнозируется на уровне 2¼ процента. Тем не менее, ограничения для политики,

**Таблица 2.5. Отдельные страны Западного полушария: реальный ВВП, потребительские цены, сальдо счета текущих операций и безработица**

(Годовое изменение в процентах, если не указано иное)

	Реальный ВВП			Потребительские цены <sup>1</sup>			Сальдо счета текущих операций <sup>2</sup>			Безработица <sup>3</sup>		
	Прогнозы			Прогнозы			Прогнозы			Прогнозы		
	2010	2011	2012	2010	2011	2012	2010	2011	2012	2010	2011	2012
<b>Северная Америка</b>	<b>3,1</b>	<b>2,9</b>	<b>3,0</b>	<b>1,9</b>	<b>2,3</b>	<b>1,8</b>	<b>-3,0</b>	<b>-3,1</b>	<b>-2,7</b>	...	...	...
США	2,8	2,8	2,9	1,6	2,2	1,6	-3,2	-3,2	-2,8	9,6	8,5	7,8
Канада	3,1	2,8	2,6	1,8	2,2	1,9	-3,1	-2,8	-2,6	8,0	7,6	7,3
Мексика	5,5	4,6	4,0	4,2	3,6	3,1	-0,5	-0,9	-1,1	5,4	4,5	3,9
<b>Южная Америка</b>	<b>6,5</b>	<b>4,8</b>	<b>4,2</b>	<b>6,7</b>	<b>7,8</b>	<b>7,1</b>	<b>-1,1</b>	<b>-1,3</b>	<b>-1,8</b>	...	...	...
Бразилия	7,5	4,5	4,1	5,0	6,3	4,8	-2,3	-2,6	-3,0	6,7	6,7	6,7
Аргентина <sup>4</sup>	9,2	6,0	4,6	10,5	10,2	11,5	0,9	0,1	-0,5	7,7	9,0	8,5
Колумбия	4,3	4,6	4,5	2,3	3,6	2,8	-3,1	-2,1	-2,2	11,8	11,5	11,0
Венесуэла	-1,9	1,8	1,6	28,2	29,8	31,3	4,9	7,0	6,3	8,6	8,1	8,6
Перу	8,8	7,5	5,8	1,5	2,7	3,2	-1,5	-2,1	-2,8	8,0	7,5	7,5
Чили	5,3	5,9	4,9	1,5	3,6	3,2	1,9	0,5	-1,3	8,3	7,2	7,2
Эквадор	3,2	3,2	2,8	3,6	3,5	3,2	-4,4	-4,0	-4,0	7,6	7,3	7,5
Уругвай	8,5	5,0	4,2	6,7	7,2	6,0	0,5	-1,0	-1,6	7,0	6,9	6,8
Боливия	4,2	4,5	4,5	2,5	10,4	5,4	4,8	3,8	4,4	...	...	...
Парагвай	15,3	5,6	4,5	4,7	9,6	9,0	-3,2	-4,1	-3,7	6,1	5,9	5,5
<b>Центральная Америка<sup>5</sup></b>	<b>3,6</b>	<b>4,0</b>	<b>4,3</b>	<b>3,9</b>	<b>5,5</b>	<b>5,3</b>	<b>-5,1</b>	<b>-6,4</b>	<b>-6,6</b>	...	...	...
<b>Карибский бассейн<sup>6</sup></b>	<b>3,4</b>	<b>4,2</b>	<b>4,5</b>	<b>7,1</b>	<b>7,2</b>	<b>5,9</b>	<b>-3,9</b>	<b>-4,0</b>	<b>-2,5</b>	...	...	...
<i>Для справки</i>												
Латинская Америка и Карибский бассейн <sup>7</sup>	6,1	4,7	4,2	6,0	6,7	6,0	-1,2	-1,4	-1,8	...	...	...

<sup>1</sup>Изменения потребительских цен показаны как среднегодовые значения. Изменения с декабря по декабрь представлены в таблицах А6 и А7 «Статистического приложения».

<sup>2</sup>В процентах ВВП.

<sup>3</sup>В процентах. Определения безработицы в различных странах могут различаться.

<sup>4</sup>По оценкам частных аналитиков инфляция индекса потребительских цен была значительно выше, чем в официальных оценках за период с 2007 года. Власти Аргентины объявили, что они разрабатывают национальный индекс потребительских цен (ИПЦ) взамен используемого в настоящее время ИПЦ Большого Буэнос-Айреса. По просьбе властей МВФ оказывает техническую помощь в этой работе. Частные аналитики также полагают, что рост реального ВВП был значительно ниже официальных оценок в 2008 и 2009 годах, хотя расхождение между частными и официальными оценками роста реального ВВП в 2010 году сократилось.

<sup>5</sup>Центральная Америка включает Гватемалу, Гондурас, Коста-Рику, Никарагуа, Панаму и Сальвадор.

<sup>6</sup>Карибский бассейн включает Антигуа и Барбуду, Багамские Острова, Барбадос, Белиз, Гаити, Гайану, Гренаду, Доминику, Доминиканскую Республику, Сент-Винсент и Гренадины, Сент-Киттс и Невис, Сент-Лючия, Суринам, Тринидад и Тобаго и Ямайку.

<sup>7</sup>Включая Мексику, страны Карибского бассейна, Центральную Америку и Южную Америку.

обусловленные высоким государственным долгом, означают, что перспективы этих стран остаются тесно связанными с внешними событиями.

Существуют риски как недостижения, так и превышения этого прогноза. В краткосрочной перспективе высокие цены на биржевые товары и сильный приток капитала создают риски превышения прогнозируемых темпов роста. Однако эти благоприятные условия могут также вызвать бум спроса и кредитования в ряде стран ЛАК. Если они не будут контролироваться, они могут привести в конечном итоге к спаду. Данная характеристика краткосрочных рисков превышения и среднесрочных рисков недостижения прогноза подкрепляется внутренними и внешними

связями региона. Учитывая системное значение Бразилии для региона, многим соседним странам в настоящее время благоприятствует ее сильный экономический рост. Напротив, резкое замедление экономической активности в Бразилии отрицательно скажется на регионе. Сопутствующим риском служит то, что резкое замедление экономической активности в Китае вызовет резкое падение цен на биржевые товары, экспортируемые странами региона, что ослабит перспективы их экономического роста. Если резкий рост цен на нефть приведет к замедлению глобального роста, это может также вызвать падение экспорта биржевых товаров из стран региона. Наконец, еще один всплеск глобального неприятия риска или неожиданно

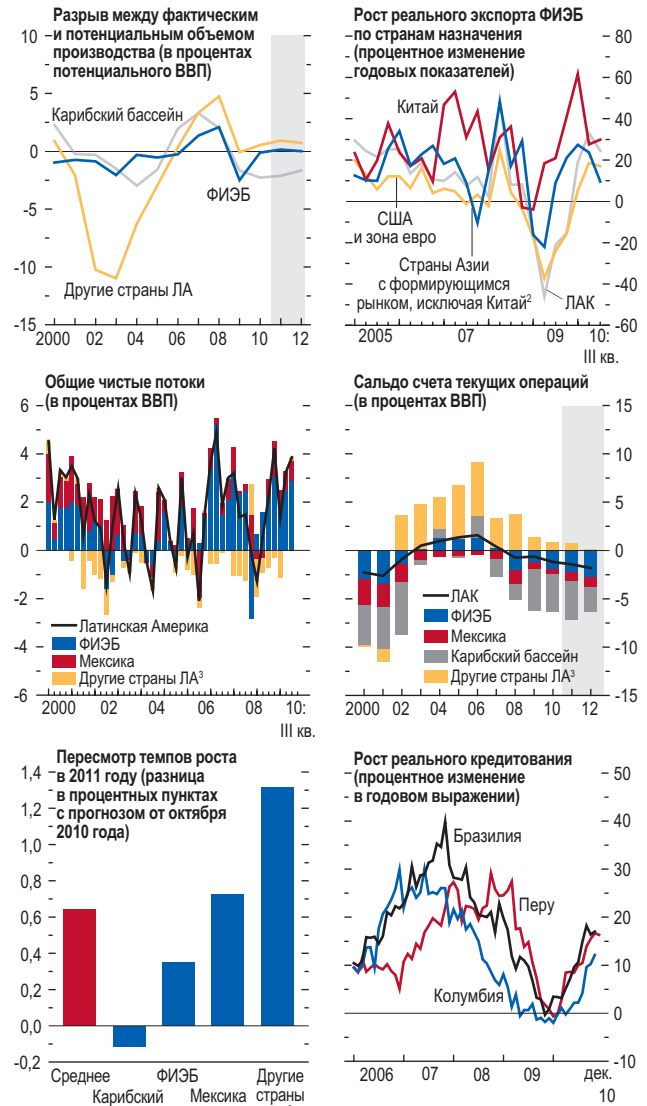
быстрый рост процентных ставок в США могут привести к резкому оттоку капитала, хотя недавние потрясения на периферии зоны евро показали, что такие нарушения вряд ли будут сокрушительными.

Макроэкономическая политика в регионе не должна отставать от событий, учитывая риск перегрева. В странах, валюты которых не испытывают сильного повышательного давления в условиях сильного притока капитала и денежно-кредитная политика которых по-прежнему является экспансионистской, ставки интервенции должны быстрее приближаться к более нейтральному уровню. Однако значительный упор должен быть сделан на налоговую-бюджетную политику, особенно учитывая историческую тенденцию стран региона проводить проциклическую политику. В странах ФИЭБ это связано с давлением, создаваемым сильным притоком капитала, уже повышенными обменными курсами и ставками денежно-кредитной политики, которые выше, чем в других странах. В других странах необходимо сократить бремя задолженности и восстановить простор для мобильности налогово-бюджетной политики. Следует допустить, чтобы обменные курсы продолжали выполнять функцию амортизаторов шоков перед лицом давления, вызванного тем, что экономические условия в регионе улучшились в сравнительно большей степени, чем в странах с более развитой экономикой, главным образом, благодаря улучшению условий торговли вследствие высоких цен на биржевые товары.

Макропруденциальная политика должна быть сосредоточена на поддержании и усилении устойчивости экономики этих стран перед лицом потенциальных проблем, вызванных ускорением внутреннего кредитования и значительным притоком капитала. Это является наиболее актуальным в случае ФИЭБ, однако такое улучшение политики будет также благоприятствовать другим странам региона. Как и в случае мер макроэкономической политики, принимаемые решения должны быть ориентированы на перспективу для предотвращения потенциально избыточного роста кредитования и устойчивого притока капитала. Хотя ряд стран региона в последнее время достаточно активно действовали в этом направлении, принимая пруденциальные меры (см. рис. 1.15), остается проделать еще больший объем работы. Меры политики должны быть направлены на то, чтобы приток капитала служил целям более долгосрочного финансирования, а открытые позиции на балансах активов и пассивов подлежали активному пруденциальному управлению.

### Рисунок 2.12. Латинская Америка и Карибский бассейн: Икар или Дедал?¹

Экономические перспективы стран Латинской Америки продолжают улучшаться и поддерживаются спросом Китая на биржевые товары и сильным притоком капитала. Однако требуется тщательное управление этими двумя факторами, с тем чтобы они не привели к перегреву экономики.



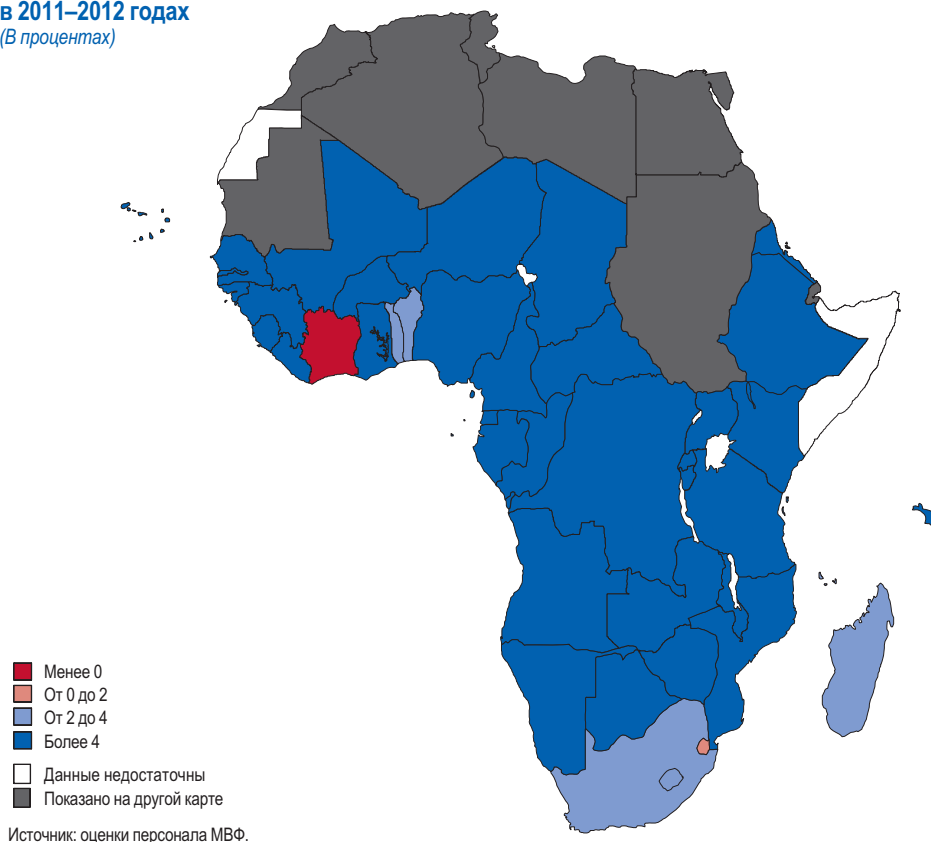
Источники: база данных CEIC EMED; Haver Analytics; МВФ, «Статистика платежного баланса»; МВФ, «Статистика географической структуры торговли»; национальные источники; оценки персонала МВФ.

¹ Карибский бассейн: Антигуа и Барбуда, Багамские Острова, Барбадос, Белиз, Гаити, Гайана, Гренада, Доминика, Доминиканская Республика, Сент-Винсент и Гренадины, Сент-Китс и Невис, Сент-Люсия, Суринам, Тринидад и Тобаго и Ямайка; финансово интегрированные экспортеры биржевых товаров (ФИЭБ): Бразилия, Колумбия, Перу, Уругвай и Чили; другие страны Латинской Америки (другие страны ЛА): Аргентина, Боливия, Венесуэла, Гватемала, Гондурас, Коста-Рика, Никарагуа, Панама, Парагвай, Сальвадор и Эквадор; ЛАК: страны Карибского бассейна, ФИЭБ, другие страны ЛА и Мексика. Агрегированными показателями для внешнеэкономического сектора служат суммарные значения данных по отдельным странам. Агрегированные показатели для всех других секторов рассчитаны на основе весов по паритету покупательной способности.

² Страны Азии с формирующимся рынком: Вьетнам, САР Гонконг, Индонезия, Корея, Малайзия, Сингапур, Таиланд, провинция Китая Тайвань и Филиппины.

³ Другие страны ЛА не включают Гондурас, Никарагуа и Панаму из-за ограниченности данных.

**Рисунок 2.13. Африка к югу от Сахары: средние прогнозируемые темпы роста реального ВВП в 2011–2012 годах (В процентах)**



### Во многих странах Африки темпы экономического роста вернулись к докризисному уровню

Страны Африки к югу от Сахары успешно восстановились после глобального экономического кризиса (рис. 2.13) и по темпам роста в настоящее время отстают только от развивающихся стран Азии. Разрыв между фактическим и потенциальным объемом производства во многих странах региона начинает ликвидироваться, хотя заметным исключением из этой тенденции служит Южная Африка.

В прошлом году в странах региона происходил быстрый экономический рост. Внутренний спрос рос устойчивыми темпами, торговля и цены на биржевые товары восстановились, а макроэкономическая политика оставалась адаптивной (рис. 2.14). Улучшение условий торговли оказывает поддержку сальдо счетов внешних операций стран региона, и продолжилась постепенная

переориентация экспорта в направлении более быстро растущих регионов, таких как Азия.

На этом фоне прогнозируется расширение реальной активности в странах Африки к югу от Сахары на 5½ процента в текущем году и 6 процентов в следующем году. Однако внутри региона экономические перспективы стран существенно различаются.

- По темпам экономического роста в регионе лидируют страны с низкими доходами (СНД), в которых этот темп прогнозируется в текущем году на уровне 6 процентов (таблица 2.6). Гана (которая после пересмотра национальных счетов в сторону существенного повышения стала третьей по величине экономикой с низкими доходами в регионе), согласно прогнозам, в текущем году достигнет экономического роста в 13¾ процента ввиду начала добычи нефти на месторождении Джубили и сохранения устойчивого роста в нефтяном секторе. В других СНД, таких как Кения и Эфиопия, экономический подъем в текущем году, как

ождается, также будет оставаться сильным, и его будут поддерживать инвестиции в инфраструктуру и повышающиеся показатели сельскохозяйственного производства.

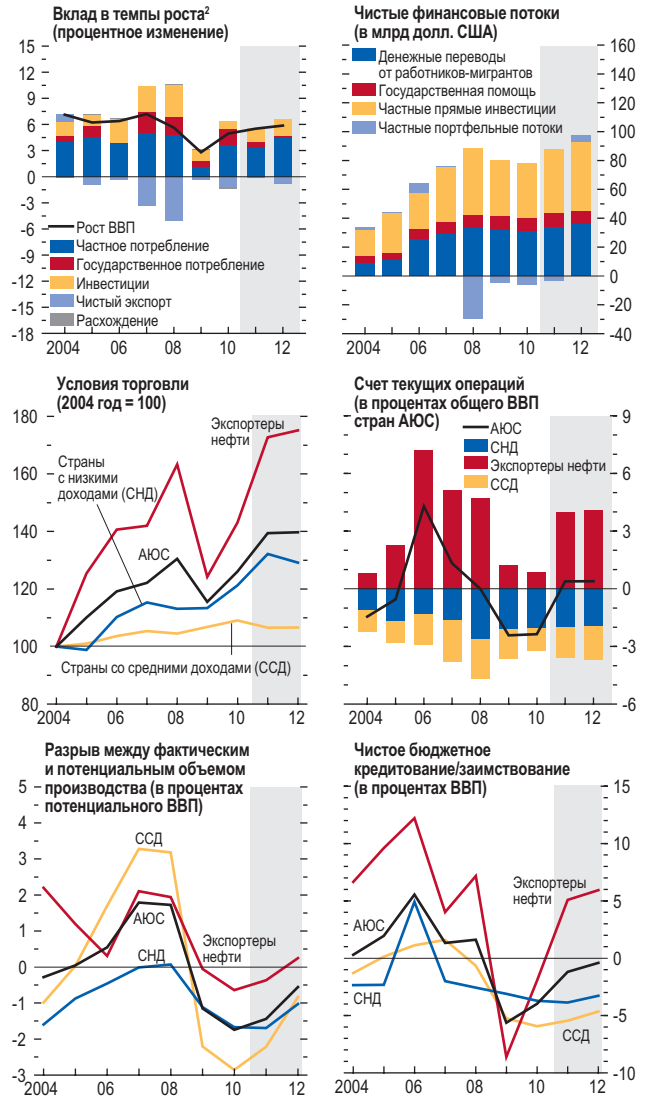
- Ожидаемое повышение цен на нефть в 2011 году поможет поддержать экономический подъем в странах-экспортерах нефти в регионе. После быстрого оживления добычи нефти в Нигерии в прошлом году объем производства нефти в текущем году, как ожидается, стабилизируется, и рост экономики должен составить 7 процентов. Большинство других стран-экспортеров нефти планирует использовать динамичное расширение глобальных рынков нефти для восстановления как положительного сальдо бюджета, так и резервов, однако в Нигерии налогово-бюджетная политика остается проциклической из-за несоблюдения основанного на цене на нефть бюджетного правила, согласно которому уровень расходов привязывается к долгосрочным средним ценам на нефть.

- Сильным контрастом устойчивому росту большинства стран региона послужит, как ожидается, относительно слабый экономический подъем в Южной Африке, крупнейшей экономике региона. Несмотря на уже высокий разрыв между фактическим и потенциальным объемом производства, экономический рост в Южной Африке в 2011 году ожидается на уровне всего 3½ процента, что недостаточно для компенсации значительных потерь рабочих мест в течение последних двух лет. Экономические перспективы, главным образом, отражают отсутствие сильного внутреннего спроса, так как частные инвестиции сдерживаются наличием избыточных мощностей.

Риски для прогноза перспектив экономического роста в регионе остаются смещенными в сторону снижения темпов. Несмотря на растущее значение Азии, Европа остается значительно более крупным торговым партнером стран региона, не являющихся экспортерами нефти. Замедление экономического роста в Европе особо негативно скажется на странах-экспортерах продукции обрабатывающей промышленности в регионе, таких как Южная Африка. Кроме того, более резкое, чем ожидается, повышение цен на топливо и продовольствие может отрицательно повлиять на многие страны-импортеры нефти в регионе. Это может привести к крупным социальным и бюджетным издержкам в СНГ. Другим фактором риска служит политическая ситуация. В некоторых странах, таких как Кот-д'Ивуар, политические потрясения уже вызвали ухудшение перспектив

**Рисунок 2.14. Африка к югу от Сахары: возвращение к докризисным темпам роста<sup>1</sup>**

Экономический рост в большинстве стран, особенно в странах с низкими доходами, возвратился к докризисным темпам. Экономическому подъему способствовали сильный внутренний спрос, стабильные финансовые потоки и улучшение условий торговли благодаря высоким ценам на биржевые товары, которые также привели к улучшению сальдо счетов внешних операций стран региона. При ликвидации разрыва между фактическим и потенциальным объемом производства налогово-бюджетная политика должна оставаться антициклической.



Источник: оценки персонала МВФ.

<sup>1</sup> Агрегированными показателями для внешнеэкономического сектора служат суммарные значения данных по отдельным странам. Агрегированные показатели для условий торговли представлены с весами, по долям стран в объеме торговли группы. Агрегированные показатели для всех других секторов рассчитаны на основе весов по паритету покупательной способности.

<sup>2</sup> Исключая Зимбабве и Либерию из-за ограниченности данных.

**Таблица 2.6. Отдельные страны Африки к югу от Сахары: реальный ВВП, потребительские цены, сальдо счета текущих операций и безработица**

(Годовое изменение в процентах, если не указано иное)

	Реальный ВВП			Потребительские цены <sup>1</sup>			Сальдо счета текущих операций <sup>2</sup>			Безработица <sup>3</sup>		
	2010	Прогнозы		2010	Прогнозы		2010	Прогнозы		2010	Прогнозы	
		2011	2012		2011	2012		2011	2012		2011	2012
<b>Африка к югу от Сахары</b>	<b>5,0</b>	<b>5,5</b>	<b>5,9</b>	<b>7,5</b>	<b>7,8</b>	<b>7,3</b>	<b>-2,4</b>	<b>0,4</b>	<b>0,4</b>	...	...	...
<b>Экспортеры нефти</b>	<b>6,5</b>	<b>6,9</b>	<b>7,0</b>	<b>12,4</b>	<b>10,8</b>	<b>9,4</b>	<b>2,6</b>	<b>10,9</b>	<b>11,1</b>	...	...	...
Нигерия	8,4	6,9	6,6	13,7	11,1	9,5	6,4	14,6	13,3	4,5	4,5	4,5
Ангола	1,6	7,8	10,5	14,5	14,6	12,4	-1,8	6,2	9,5	...	...	...
Экваториальная Гвинея	-0,8	7,2	4,0	7,5	7,3	7,0	-23,8	-10,2	-9,0	...	...	...
Габон	5,7	5,6	3,3	0,6	2,3	3,4	11,8	17,0	15,3	...	...	...
Республика Конго	9,1	7,8	4,7	5,0	5,9	5,2	2,7	12,5	16,0	...	...	...
Чад	5,1	4,1	6,0	1,0	3,0	3,0	-21,3	-8,0	-6,1	...	...	...
<b>Страны со средними доходами</b>	<b>3,1</b>	<b>3,7</b>	<b>4,0</b>	<b>4,4</b>	<b>5,2</b>	<b>5,8</b>	<b>-3,1</b>	<b>-4,5</b>	<b>-5,1</b>	...	...	...
Южная Африка	2,8	3,5	3,8	4,3	4,9	5,8	-2,8	-4,4	-5,1	24,8	24,4	23,7
Ботсвана	8,6	6,0	6,6	6,9	7,8	7,0	-2,5	-2,4	-0,0	...	...	...
Маврикий	4,0	4,1	4,2	2,9	7,4	4,6	-9,5	-11,6	-9,6	7,5	7,8	7,9
Намибия	4,4	4,8	4,5	4,5	5,9	5,6	-1,1	-0,9	-3,3	...	...	...
Свазиленд	2,0	0,5	1,5	4,5	7,9	6,1	-20,6	-16,0	-12,9	25,0	25,0	25,0
Кабо-Верде	5,4	5,5	6,8	2,1	4,4	5,4	-11,8	-18,0	-15,7	...	...	...
<b>Страны с низкими доходами<sup>4</sup></b>	<b>5,3</b>	<b>5,9</b>	<b>6,5</b>	<b>6,2</b>	<b>7,5</b>	<b>6,8</b>	<b>-7,0</b>	<b>-7,1</b>	<b>-6,7</b>	...	...	...
Эфиопия	8,0	8,5	8,0	2,8	12,9	11,2	-4,3	-8,1	-8,1	...	...	...
Кения	5,0	5,7	6,5	3,9	7,2	5,0	-7,9	-9,3	-7,9	...	...	...
Гана	5,7	13,7	7,3	10,7	8,7	8,7	-7,2	-6,8	-5,2	...	...	...
Танзания	6,5	6,4	6,6	10,5	6,3	7,0	-8,6	-9,5	-10,7	...	...	...
Камерун	3,0	3,5	4,5	1,3	3,0	2,5	-3,9	-3,1	-3,0	...	...	...
Уганда	5,2	6,0	6,5	9,4	6,1	11,0	-9,9	-10,6	-9,2	...	...	...
Кот-д'Ивуар <sup>5</sup>	2,6	-7,5	6,0	1,4	5,0	2,5	3,9	...	...	...	...	...

<sup>1</sup>Изменения потребительских цен показаны как среднегодовые значения. Изменения с декабря по декабрь представлены в таблице А7 «Статистического приложения».

<sup>2</sup>В процентах ВВП.

<sup>3</sup>В процентах. Определения безработицы в различных странах могут различаться.

<sup>4</sup>Включая Бенин, Буркина-Фасо, Бурунди, Гамбию, Гану, Гвинею, Гвинею-Бисау, Замбию, Зимбабве, Коморские Острова, Демократическую Республику Конго, Лесото, Либерию, Мадагаскар, Малави, Мали, Мозамбик, Нигер, Руанду, Сан-Томе и Принсипи, Сейшельские Острова, Сенегал, Сьерра-Леоне, Того, Центральноафриканскую Республику и Эритрею.

<sup>5</sup>Прогнозы сальдо счета текущих операций не показаны ввиду неопределенной политической ситуации.

экономического роста в 2011 году. Однако помимо этого, учитывая что 2011 год обещает быть политически насыщенным (общенациональные выборы запланированы в 17 странах), экономическая активность может быть ограничена сопутствующим политическими волнениями.

Сужение разрыва между фактическим и потенциальным объемом производства наряду с возобновлением инфляционного давления вследствие роста цен на биржевые товары означает, что политика поддержки спроса остается уместной только в небольшом числе стран. Таким образом, основной упор в налогово-бюджетной политике должен быть сделан на среднесрочные приоритеты, а денежно-кредитная политика должна в большей степени учитывать перспективы роста инфляции.

- Активное применение антициклической налогово-бюджетной политики с целью поддержать выпуск продукции во время кризиса привело к расширению бюджетного дефицита в странах региона. Поскольку экономический рост во многих странах региона приближается к потенциалу, соображения финансирования и среднесрочной устойчивости долговой ситуации, главным образом, указывают на необходимость пересмотреть среднесрочные траектории государственных расходов и доходов. В то же время, требуется восстановить бюджетные буферы и изыскать бюджетные возможности для обеспечения приоритетных расходов, например на здравоохранение, образование и инфраструктуру. Такие корректировки уже осуществляются,

например, в Южной Африке. Однако в Нигерии, в которой рост значительно выше, налогово-бюджетная политика стала более слабой и давно настало время бюджетной консолидации; привязка налогово-бюджетной политики к сильно-му бюджетному правилу, основанному на цене на нефть, поможет сохранить антициклическую направленность налогово-бюджетной политики.

- Растущие цены на продовольствие, вероятно, особенно сильно скажутся на бедном населении городов, учитывая высокую долю продуктов питания в их потребительской корзине. В качестве ответной меры правительства должны будут рассмотреть возможность применения целенаправленных систем социальной защиты, что служит еще одним основанием для создания большего простора для маневра мерами налогово-бюджетной политики. В то же время, директивные органы должны продолжать следить за инфляционным давлением, создаваемым растущими ценами на биржевые товары, особенно ввиду ограниченных незадействованных мощностей во многих странах. Однако в случае Южной Африки и ряда стран со средними доходами, объем производства в которых остается значительно ниже потенциала, продолжение адаптивной денежно-кредитной политики будет уместным.

Наконец, постоянного внимания требует и ряд других областей политики. Требуется более интенсивный мониторинг и более прочное регулирование финансового сектора, равно как и дальнейшее улучшение делового климата. Надежные механизмы государственного финансирования также будут способствовать улучшению планирования и контроля над государственными расходами, включая инвестиции в инфраструктуру.

### **Экономический подъем в регионе Ближнего Востока и Северной Африки происходит в неопределенных условиях**

*Страны БВСА достаточно успешно перенесли глобальный кризис, и хотя экономический подъем продолжается, темпы экономического роста существенно различаются между странами региона. Распространение социальных волнений, рост премий за суверенный риск и повышенные цены на импортные биржевые товары сужают перспективы экономического роста в ряде стран БВСА. Хотя экономические перспективы стран БВСА существенно*

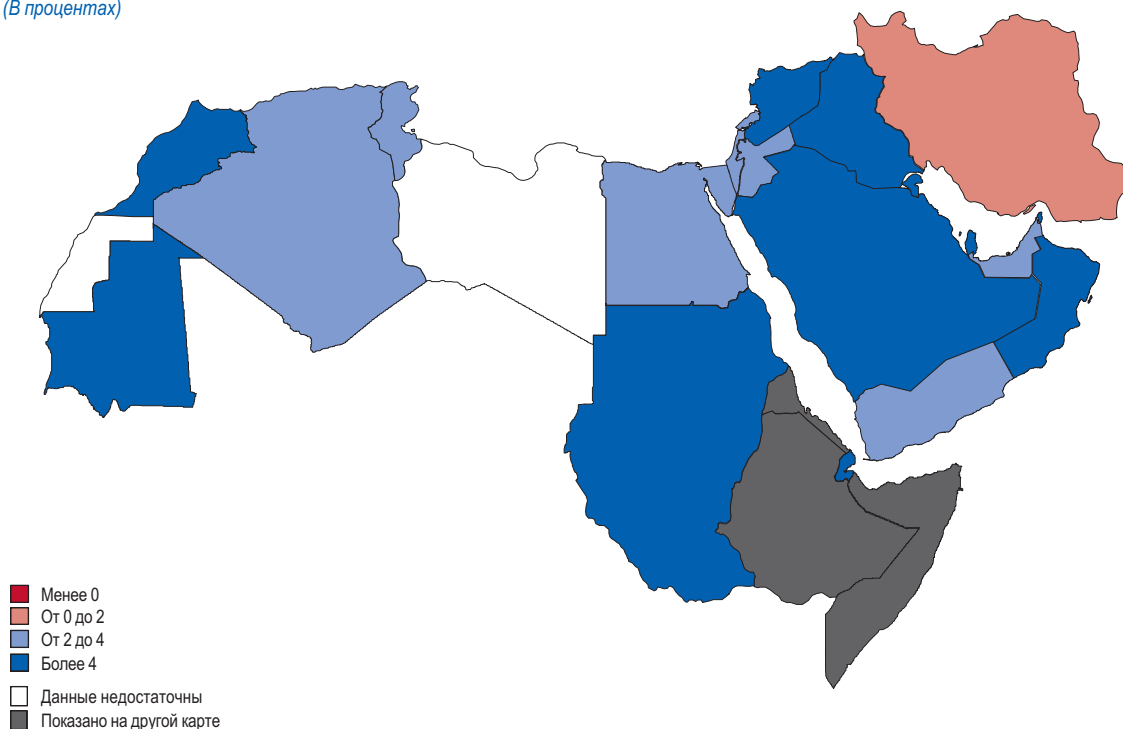
*различаются, продолжающаяся в масштабах региона переоценка рисков ведет к повышению стоимости заимствования.*

Более высокие цены на биржевые товары и усиление внешнего спроса повышают производство и экспорт во многих странах региона. Кроме того, программы государственных расходов продолжают способствовать экономическому подъему во многих странах-экспортерах нефти. В то же время в ряде стран политическое недовольство, высокий уровень безработицы и растущие цены на продовольствие порождают социальные волнения, которые, вероятно, замедлят их экономический рост в краткосрочной перспективе.

С учетом этих факторов рост ВВП в странах БВСА, согласно прогнозам, составит 4 процента в 2011 году и несколько повысится, приблизительно до 4¼ процента в 2012 году. Как и в других регионах, перспективы экономического подъема существенно различаются между странами БВСА (рис. 2.15; таблица 2.7).

- В группе стран-экспортеров нефти экономический рост в текущем году, как ожидается, повысится до 5 процентов. Наиболее высокие показатели имеет Катар, в котором реальная активность в 2011 году, согласно прогнозам, вырастет на 20 процентов и будет подкрепляться дальнейшим расширением производства природного газа и крупными инвестиционными расходами. В Саудовской Аравии рост ВВП в текущем году, как ожидается, составит около 7½ процента и будет поддерживаться значительными государственными инвестициями в инфраструктуру. В Исламской Республике Иран экономический рост в 2011 году, как ожидается, временно приостановится ввиду постепенной отмены субсидий на энергию и другую продукцию, что является весьма необходимой реформой, которая принесет выгоды в среднесрочной перспективе. Нарушения добычи нефти в Ливии означают, что ввиду ограниченного потенциала стран, не являющихся членами ОПЕК, производство нефти в других поставщиках ОПЕК повысится в 2011 году.
- В группе стран-импортеров нефти рост ВВП в Египте упадет значительно ниже уровня в 5½ процента, зарегистрированного во второй половине 2010 года. Это предположение исходит из умеренного понижательного воздействия политических потрясений на экономическую активность: нарушения туризма, потоков капитала и финансовых рынков, как ожидается, будут временными. В Тунисе экономический

**Рисунок 2.15. Ближний Восток и Северная Африка: средние прогнозируемые темпы роста реального ВВП в 2011–2012 годах**  
(В процентах)



Источник: оценки персонала МВФ.

Примечание. Прогнозы по Ливии не приводятся ввиду неопределенной политической ситуации.

рост в 2011 году, согласно прогнозам, замедлится до  $1\frac{1}{4}$  процента, так как ожидаемый спад в сфере туризма и сокращение прямых иностранных инвестиций отрицательно сказываются на других секторах экономики.

Как и в других регионах, инфляция в странах БВСА усиливается, и более высокие цены на биржевые товары ведут к повышению общего уровня инфляции (рис. 2.16). В регионе в целом инфляция потребительских цен в 2011 году, согласно прогнозам, повысится до более чем 10 процентов и будет наиболее сильной в Исламской Республике Иран, где проводится значительное сокращение субсидий на топливо.

Основные риски для данного прогноза связаны с возможностью ухудшения ситуации. Внутренние последствия политических и социальных потрясений, в зависимости от их продолжительности и интенсивности, могут оказаться более сильными, чем предполагается в настоящее время, особенно если неослабевающие волнения распространятся на некоторые другие страны

региона. Финансовые рынки также испытывают последствия происходящего, и свопы кредитного дефолта и спреда по облигациям уже возросли во всем регионе. В случае их продолжения данные изменения на финансовых рынках могут привести к удорожанию финансирования для правительств и фирм. Кроме того, более медленный, чем ожидалось, экономический подъем в странах с развитой экономикой отрицательно скажется на экспортных поступлениях стран региона, их сальдо бюджета и счетов текущих операций, а также темпах экономического роста.

Что касается внешнеэкономического сектора, то профицит счета текущих операций стран БВСА, как ожидается, вновь увеличится при продолжении экономического подъема, отчасти обеспечиваемого более высокими ценами на экспортируемые энергоносители. Общий профицит счета текущих операций региона, понизившийся с 15 процентов ВВП в 2008 году до  $2\frac{1}{4}$  процента ВВП в 2009 году, согласно текущим прогнозам, возрастет в 2011 году до более чем 12 процентов ВВП.



**Таблица 2.7. Отдельные страны Ближнего Востока и Северной Африки: реальный ВВП, потребительские цены, сальдо счета текущих операций и безработица***(Годовое изменение в процентах, если не указано иное)*

	Реальный ВВП			Потребительские цены <sup>1</sup>			Сальдо счета текущих операций <sup>2</sup>			Безработица <sup>3</sup>		
	2010	Прогнозы 2011	2012	2010	Прогнозы 2011	2012	2010	Прогнозы 2011	2012	2010	Прогнозы 2011	2012
<b>Ближний Восток и Северная Африка</b>	<b>3,8</b>	<b>4,1</b>	<b>4,2</b>	<b>6,9</b>	<b>10,0</b>	<b>7,3</b>	<b>6,5</b>	<b>12,7</b>	<b>11,2</b>	...	...	...
<b>Экспортеры нефти<sup>4</sup></b>	<b>3,5</b>	<b>4,9</b>	<b>4,1</b>	<b>6,7</b>	<b>10,6</b>	<b>7,1</b>	<b>9,2</b>	<b>16,9</b>	<b>15,0</b>	...	...	...
Исламская Республика Иран	1,0	-0,0	3,0	12,5	22,5	12,5	6,0	11,7	10,4	...	...	...
Саудовская Аравия	3,7	7,5	3,0	5,4	6,0	5,5	8,7	19,8	13,8	10,5	...	...
Алжир	3,3	3,6	3,2	4,3	5,0	4,3	9,4	17,8	17,4	10,0	9,8	9,5
Объединенные Арабские Эмираты	3,2	3,3	3,8	0,9	4,5	3,0	7,7	10,4	10,5	...	...	...
Катар	16,3	20,0	7,1	-2,4	4,2	4,1	18,7	36,1	34,0	...	...	...
Кувейт	2,0	5,3	5,1	4,1	6,1	2,7	31,8	39,4	39,4	1,6	1,6	1,6
Ирак	0,8	9,6	12,6	5,1	5,0	5,0	-6,2	-3,2	-0,7	...	...	...
Судан	5,1	4,7	5,6	13,0	9,0	7,0	-8,5	-5,5	-6,6	13,7	12,6	11,4
<b>Импортеры нефти<sup>5</sup></b>	<b>4,5</b>	<b>1,9</b>	<b>4,5</b>	<b>7,6</b>	<b>8,1</b>	<b>8,0</b>	<b>-3,8</b>	<b>-5,2</b>	<b>-4,5</b>	...	...	...
Египет	5,1	1,0	4,0	11,7	11,5	12,0	-2,0	-2,7	-2,3	9,2	9,2	9,1
Марокко	3,2	3,9	4,6	1,0	2,9	2,9	-4,2	-5,7	-4,1	9,0	8,9	8,7
Сирийская Арабская Республика	3,2	3,0	5,1	4,4	6,0	5,0	-4,4	-4,6	-4,8	8,4	...	...
Тунис	3,7	1,3	5,6	4,4	4,0	3,3	-4,8	-7,8	-5,8	13,0	14,7	14,4
Ливан	7,5	2,5	5,0	4,5	6,5	3,0	-10,2	-12,9	-12,8	...	...	...
Иордания	3,1	3,3	3,9	5,0	6,1	5,6	-5,4	-8,5	-8,7	12,5	12,5	12,5
<i>Для справки</i>												
Израиль	4,6	3,8	3,8	2,7	3,0	2,5	3,1	3,3	3,1	6,7	5,5	5,0
Магриб <sup>6</sup>	3,5	3,3	4,1	3,2	4,2	3,7	5,3	7,2	7,6	...	...	...
Машрек <sup>7</sup>	5,0	1,5	4,2	9,6	10,0	9,8	-3,6	-4,7	-4,4	...	...	...

<sup>1</sup>Изменения потребительских цен показаны как среднегодовые значения. Изменения с декабря по декабрь представлены в таблицах А6 и А7 «Статистического приложения».<sup>2</sup>В процентах ВВП.<sup>3</sup>В процентах. Определения безработицы в различных странах могут различаться.<sup>4</sup>Включает Бахрейн, Йеменскую Республику, Ливию и Оман. Исключает Ливию за прогнозные годы ввиду неопределенной политической ситуации.<sup>5</sup>Включает Джибути и Мавританию.<sup>6</sup>Магриб включает Алжир, Ливию, Мавританию, Марокко и Тунис. Исключает Ливию за прогнозные годы ввиду неопределенной политической ситуации.<sup>7</sup>Машрек включает Египет, Иорданию, Ливан и Сирийскую Арабскую Республику.

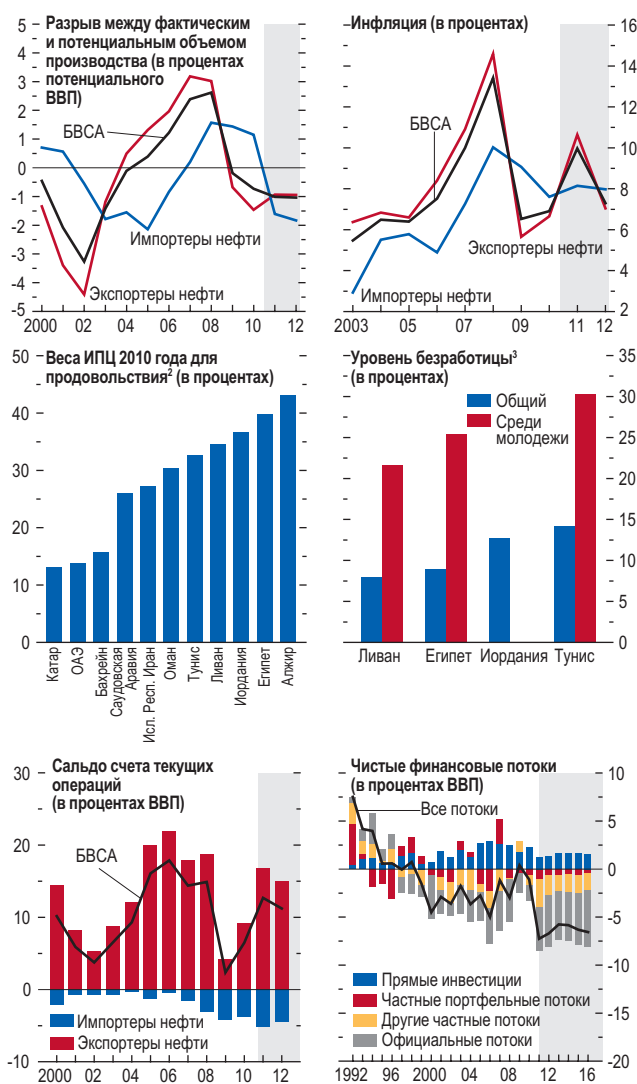
Основные задачи политики, стоящие перед странами региона, являются весьма сложными. Для стран-импортеров нефти главный приоритет заключается в повышении экономического роста и решении проблемы хронически высокой безработицы, особенно среди молодежи. В случае стран-экспортеров нефти основной упор должен быть сделан на усиление или развитие финансовых систем и содействие экономической диверсификации. Недавнее увеличение государственных расходов на не связанные с энергетикой сектора должно помочь в диверсификации деятельности с увеличением веса этих секторов и ребалансировании регионального роста.

Налогово-бюджетная политика сыграла критически важную роль в смягчении последствий глобального кризиса для стран региона

и поддержании их экономического подъема. Программы государственных инвестиций, особенно в инфраструктуру, будут продолжать усиливать внутренний спрос в краткосрочной перспективе во многих странах-экспортерах нефти. Однако высокий уровень задолженности сужает возможности для маневра в налогово-бюджетной политике стран-импортеров нефти. Тем не менее, чтобы оградить население от воздействия резкого роста цен на биржевые товары, многие страны в последнее время увеличили субсидии на продовольствие и топливо (Иордания, Кувейт, Тунис), повысили социальные трансферты (Республика Йемен, Сирийская Арабская Республика, Судан, Тунис), расширили занятость или повысили заработную плату в государственных учреждениях (Египет,

### Рисунок 2.16. Ближний Восток и Северная Африка: экономический подъем продолжается в неопределенных условиях<sup>1</sup>

Страны региона достаточно успешно перенесли экономический кризис, и в настоящее время экономический подъем продолжается. Уровень экономической активности по-прежнему ниже потенциала, но приближается к нему. Высокая безработица, усиливающиеся социальные волнения и растущие цены на продовольствие ослабляют перспективы экономического роста, особенно в странах-импортерах нефти. Ожидается, что с продолжением экономического подъема профицит счета текущих операций стран-экспортеров нефти вновь увеличится.



Источники: Naver Analytics; Международная организация труда; система цен первичных биржевых товаров МВФ; национальные источники; оценки персонала МВФ.

<sup>1</sup> Экспортеры нефти: Алжир, Бахрейн, Ирак, Исламская Республика Иран, Йеменская Республика, Катар, Кувейт, Ливия, Объединенные Арабские Эмираты (ОАЭ), Оман, Саудовская Аравия и Судан. Импортёры нефти: Джибути, Египет, Иордания, Ливан, Мавритания, Марокко, Сирийская Арабская Республика и Тунис. Агрегированными показателями для внешнеэкономического сектора служат суммарные значения данных по отдельным странам. Агрегированные показатели для всех других секторов рассчитаны на основе весов по паритету покупательной способности.

<sup>2</sup> Данные по Алжиру, ОАЭ и Тунису относятся к 2009 году. Данные по Саудовской Аравии относятся к 2008 году. Данные по Ливану относятся к 2007 году. ИПЦ — индекс потребительских цен.

<sup>3</sup> Молодежь определяется как лица в возрасте 15–24 лет. Данные по уровню безработицы среди молодежи в Иордании отсутствуют.

Иордания, Республика Йемен, Саудовская Аравия, Судан) и ввели прямые денежные трансферты (Кувейт, Бахрейн).

В большинстве стран БВСА хронически высокая безработица, особенно среди молодежи и образованного населения, является давней проблемой, требующей немедленного решения. Тот факт, что безработица остается высокой в течение столь длительного времени, свидетельствует о том, что проблема, главным образом, носит структурный характер и обусловлена несоответствиями в предлагаемых и требуемых навыках работников, жесткостью рынка труда и высокой минимальной запрашиваемой заработной платой. Для долговременного решения проблемы безработицы в регионе необходимо сочетание постоянно более высокого и всеохватывающего экономического роста, а также проведение реформ для улучшения реакции рынков труда<sup>8</sup>.

Что касается политики в финансовом секторе, то перед странами стоят разные приоритеты. Для финансово более развитых государств-членов Совета сотрудничества стран Персидского залива ключевой задачей является восстановление запасов капитала и ликвидности, использованных во время кризиса, и совершенствование режимов регулирования и надзора в соответствии с общемировыми усилиями. Это поможет оживить кредитование, которое было вялым отчасти из-за сохраняющейся слабости балансов активов и пассивов банков и корпораций после крупных корпоративных дефолтов (например в Дубае, Кувейте и Саудовской Аравии). В остальных странах региона главная задача заключается в том, чтобы не допустить увеличения необслуживаемых кредитов в странах, охваченных волнениями, стимулировать большее развитие финансового сектора путем устранения препятствий для выхода на рынок и ухода с рынка, а также в некоторых случаях уменьшить государственную собственность в банковской системе. В ряде стран еще одним приоритетом является решение проблемы большого числа необслуживаемых кредитов.

<sup>8</sup> См. выпуски «Перспектив развития региональной экономики» МВФ по странам Ближнего Востока и Центральной Азии за октябрь 2010 года и май 2011 года.

**Вставка 2.1. Устранение дисбалансов во внешнеэкономическом секторе стран на периферии Европейского союза**

Великая рецессия потребовала болезненной корректировки дисбалансов во внешнеэкономическом секторе стран на периферии Европейского союза. Дефицит счетов текущих операций резко возрос за годы, предшествовавшие кризису, при быстром росте кредитования и внутреннего спроса и сильном увеличении стоимости рабочей силы в расчете на единицу продукции относительно зоны евро. К 2007 году дефицит счета текущих операций составлял в среднем 10 процентов ВВП в Греции, Ирландии, Испании и Португалии и 17,7 процента ВВП в странах Балтии — Эстонии, Латвии и Литве. Поскольку номинальный обменный курс является фиксированным, эти страны должны были ликвидировать крупные дисбалансы путем сокращения спроса и понижения темпов роста инфляции и заработной платы относительно их торговых партнеров, что известно как внутренняя девальвация. Для того чтобы пролить свет на то, как проходит этот процесс, в данной вставке сравнивается опыт стран Балтии с опытом других стран и обсуждаются некоторые задачи на будущее.

*Латвия, Литва и Эстония*

Эти страны Балтии ликвидировали дефицит своих счетов текущих операций, однако сокращение экономической активности было необычайно сильным. ВВП уменьшился в 2009 году в среднем на 15,5 процента, а уровень безработицы повысился в 2007–2010 годах на 12,8 процентного пункта. Корректировка во внешнеэкономическом секторе этих стран выразилась в том, что средний дефицит в размере 17,7 процента ВВП в 2007 году сменился средним профицитом в размере 5,8 процента ВВП в 2009 году, что может быть выше долгосрочного уровня. Действительно, профицит счета текущих операций уменьшился в 2010 году, и на данный момент задача заключается в том, чтобы сохранить недавнее повышение конкурентоспособности для поддержания роста в производительных секторах. Стоимость рабочей силы в расчете на единицу продукции также резко понизилась относительно зоны евро на 18,1 процента от пикового уровня. Резкий рост безработицы, а также гибкость рынков труда и сильное сокращение заработной платы как в государственном, так и частном секторах этих стран ускорили внутреннюю девальвацию и восстановление конкурентоспособности.

Острый спад означал, что на начальном этапе корректировка происходила путем сокращения импорта, однако впоследствии экспорт также способствовал перебалансированию. В 2009 году отношение импорта к ВВП понизилось в среднем на 14,6 процентного пункта. В 2010 году импорт оживился, а экспорт превысил

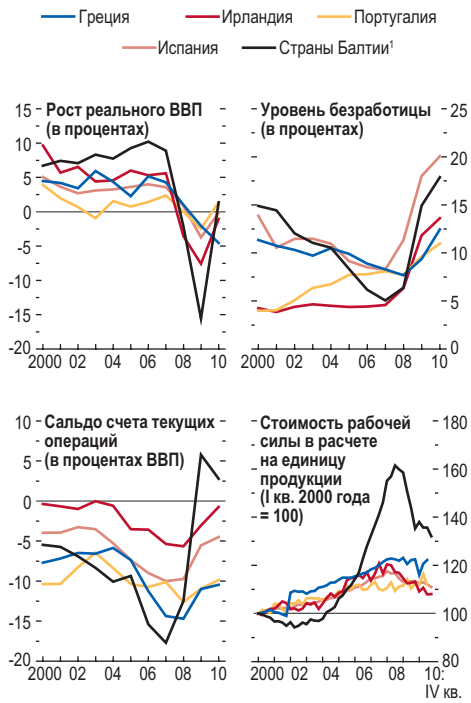
Авторами данной вставки являются Флоранс Жомотт и Дэниел Ли.

уровень 2007 года, что, возможно, отражало уменьшение стоимости рабочей силы в расчете на единицу продукции и оживление глобальной торговли. Что касается сбережений и инвестиций, то до настоящего времени корректировка в основном обеспечивалась сокращением инвестиций. Уменьшение государственных сбережений связанное главным образом с сокращением государственных доходов в период спада, было частично компенсировано увеличением частных сбережений до более устойчивого уровня.

*Греция, Ирландия, Испания и Португалия*

В этих странах происходит болезненный, но более постепенный процесс корректировки во внешнеэкономическом секторе. ВВП сократился в 2009 году в среднем на 4,0 процента, а уровень безработицы повысился в 2007–2010 годах в среднем на 7,0

**Рисунок 2.1.1. Экономическая активность и внешнеэкономическая корректировка на периферии ЕС**



Источники: Haver Analytics; расчеты персонала МВФ.  
 1 Страны Балтии: Латвия, Литва и Эстония. Агрегированные показатели для стран Балтии являются простыми средними значениями, кроме сальдо счета текущих операций, которое рассчитывается как сумма отдельных значений сальдо.

### Вставка 2.1 (окончание)

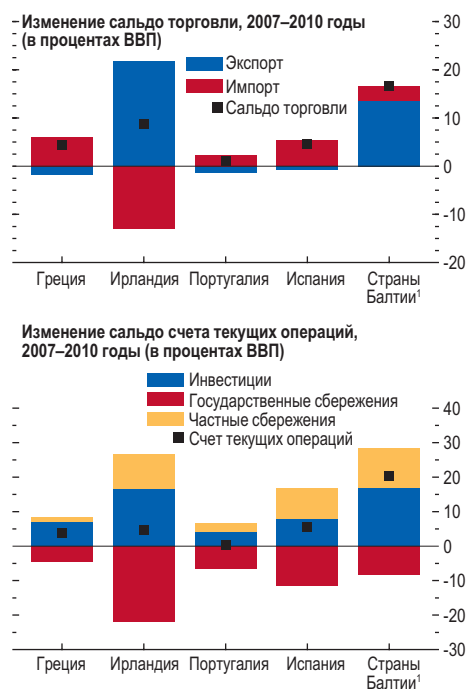
процентных пунктов. Процесс корректировки во внешнеэкономическом секторе начался позже, чем в странах Балтии, и отношение дефицита счета текущих операций к ВВП понизилось на 4,3 процентного пункта, с 10,7 процента ВВП в 2008 году до 6,4 процента ВВП в 2010 году. Дефицит счета текущих операций в Ирландии, и в меньшей степени в Испании, приблизился к более устойчивому уровню, но остается чрезмерно высоким в Греции и Португалии, где он составил соответственно, 10,4 и 9,9 процента ВВП в 2010 году. Снижение стоимости рабочей силы в расчете на единицу продукции в этих странах относительно зоны евро составило в среднем 5,1 процента, но данный показатель искажается тем, что он составил 10,2 процента в Ирландии; в трех других странах снижение было более скромным.

Существуют признаки того, что ситуация меняется во всех четырех странах. На начальном этапе корректировка происходила путем сокращения импорта, но в 2010 году экспорт также начал способствовать корректировке. Отражая меньшее сокращение доходов, снижение отношения импорта к ВВП в 2009 году составило 4,8 процентного пункта и было меньшим, чем в странах Балтии, где оно в среднем составило 14,6 процентного пункта. В 2010 году произошло оживление как импорта, так и экспорта, но экспорт в целом повысился сильнее, что способствовало процессу корректировки во внешнеэкономическом секторе. Экспорт вырос относительно ВВП в значительно большей степени в Ирландии, что, возможно, отражало более сильное снижение стоимости рабочей силы в расчете на единицу продукции в этой стране. В реальном выражении экспорт сильно вырос в Ирландии, Испании и Португалии, главным образом благодаря его оживлению. Что касается сбережений и инвестиций, то до настоящего времени корректировка в основном заключалась в сокращении инвестиций, как и в странах Балтии, и крупное уменьшение государственных сбережений было частично компенсировано увеличением частных сбережений. Ограничение заработной платы играло относительно небольшую роль в Греции, Испании и Португалии, в которых рынки труда менее гибки, чем в странах Балтии.

Проведению остальной необходимой корректировки может поспособствовать ряд мер политики, и многие из них уже осуществляются. В Греции и Ирландии они являются составным элементом проводимых властями программ стабилизации, которые поддерживаются международным сообществом. Эти меры политики касаются как стороны предложения, так и стороны спроса в экономике.

- Корректировку стоимости рабочей силы могут облегчить децентрализация процесса заключения коллективных трудовых соглашений, отмена механизмов индексации и сокращение расходов, связанных с увольнением работников. Кроме того,

**Рисунок 2.1.2. Внешнеэкономическая корректировка на периферии ЕС**



Источники: Haver Analytics; расчеты персонала МВФ.

<sup>1</sup> Страны Балтии: Латвия, Литва и Эстония. Агрегированные показатели для стран Балтии рассчитываются как суммарные значения данных по отдельным странам.

достижение национального консенсуса, с тем чтобы бремя корректировки было разделено широкими категориями работников посредством ограничения заработной платы, может помочь избежать длительного периода высокой безработицы.

- Реформы, направленные на рост производительности, также способствуют повышению конкурентоспособности.
- Проведение бюджетной консолидации для решения проблемы высокого уровня государственного долга этих стран будет также способствовать корректировке во внешнеэкономическом секторе. В краткосрочной перспективе повышение налогов или сокращение государственных расходов ведет к улучшению сальдо счета текущих операций путем сдерживания внутреннего спроса, включая импорт. В среднесрочной перспективе было бы целесообразно обеспечить возможность для снижения налогов, что поддержит частные инвестиции и сторону предложения в экономике.

## Литература

- Baldacci, Emanuele, Giovanni Callegari, David Coady, Ding Ding, Manmohan S. Kumar, Pietro Tommasino, and Jaeyoon Woo, 2010, “Public Expenditures on Social Programs and Household Consumption in China,” IMF Working Paper 10/69 (Washington: International Monetary Fund).
- Bornhorst, Fabian, Nina Budina, Giovanni Callegari, Asmaa ElGanainy, Raquel Gomez Sirera, Andrea Lemgruber, Andrea Schaechter, and Joong Beom Shin, 2010, “A Status Update on Fiscal Exit Strategies,” IMF Working Paper 10/272 (Washington: International Monetary Fund).
- Dowling, Thomas, Marcello M. Estevão, and Evridiki Tsounta, 2010, “The Great Recession and Structural Unemployment,” *United States: Selected Issues Paper*, IMF Country Report No. 10/248 (Washington: International Monetary Fund).
- Estevão, Marcello M., and Evridiki Tsounta, 2011, “Has the Great Recession Raised U.S. Structural Unemployment?” IMF Working Paper (Washington: International Monetary Fund).



*Непрерывное повышение цен на нефть в последнее десятилетие свидетельствует о том, что мировые рынки нефти вступили в период возрастающего дефицита. Учитывая ожидаемый быстрый рост спроса на нефть в странах с формирующимся рынком и снижение трендового роста предложения нефти, в ближайшее время возврат к ситуации избытка нефти маловероятен. В данной главе показано, что постепенное умеренное нарастание дефицита нефти может и не стать серьезным ограничением для мирового роста в средне- и долгосрочной перспективе, хотя перераспределение богатства от импортеров к экспортерам нефти повлечет за собой увеличение потоков капитала и усиление дисбалансов счетов текущих операций. Неблагоприятные эффекты могут оказаться гораздо сильнее в зависимости от степени и динамики дефицита нефти, а также от способности мировой экономики противостоять возросшему дефициту. Неожиданные скачки цен на нефть могут вызвать значительное сокращение мирового объема производства, перераспределение и отраслевые сдвиги. Существуют два обширных направления для действий в области политики. Во-первых, учитывая возможность непредвиденного усиления дефицита нефти и других ресурсов, директивные органы должны оценить, будут ли существующие основы экономической политики способствовать адаптации к непредвиденным изменениям в уровне дефицита нефти. Во-вторых, следует рассмотреть меры политики, направленные на снижение риска дефицита нефти.*

После полутора лет восстановления мировой экономики природные ресурсы вновь оказались в заголовках новостей. В январе 2011 года спотовая цена за баррель нефти сорта Brent преодолела рубеж в 100 долл. США. Цены на многие другие биржевые товары поднялись до отметок, равных или превышающих их докризисные максимальные значения, и рынки товарных фьючерсов указывают на то, что в ближайшие год-два рост цен продолжится. Активный рост цен на биржевые товары отражает оживление со стороны спроса.

Основными авторами настоящей главы являются Томас Хелблинг (руководитель группы), Джун Шик Кан, Майкл Кумхоф, Дирк Муир, Андреа Пескатори и Шон Роач при поддержке Миин Ки Сон, Гавина Асдорьяна, Марины Руссе и Несе Эрбил.

Объемы потребления многих природных ресурсов, включая нефть, уже превзошли докризисные пики, что во многом объясняется устойчивым спросом в странах с формирующимся рынком и развивающихся странах. В связи с высокими текущими уровнями цен на биржевые товары изменения и перспективная динамика этих цен могут иметь важные последствия для мировой экономики (см. главу 1). Всего лишь одним примером является возможность того, что растущие цены на энергоресурсы в качестве вторичного эффекта вызовут базовую инфляцию. Но так ли необычна сложившаяся ситуация? Существуют важные связи между мировыми экономическими условиями и ценами на биржевые товары, и в резких колебаниях цен на биржевые товары на протяжении мирового цикла нет ничего нового<sup>1</sup>. Циклические и специальные факторы, как представляется, в значительной степени объясняют недавнюю динамику цен на биржевые товары. Однако неизменно высокие уровни цен на биржевые товары в последние годы указывают на разрыв с опытом 1980-х и 1990-х годов, а также с более ранним резким ростом цен на биржевые товары<sup>2</sup>. Дефицит ресурсов сегодня является предметом более широкой обеспокоенности, чем десять или двадцать лет назад.

В данной главе рассматривается случай дефицита нефти<sup>3</sup>. Для этого есть три основных причины. С одной стороны, перспективы нефтяных рынков важны с точки зрения перспектив мирового экономического развития: предполагаемая цена на нефть является одним из ключевых допущений, лежащих в основе прогнозов издания «Перспективы развития мировой экономики» (ПРМЭ). С другой стороны, существует значительная неопределенность в отношении того, насколько сильной будет напряженность между быстрым ростом спроса на нефть в странах с формирующимся рынком и снижением трендов предложения нефти. Базисный сценарий перспективного развития рынков нефти, рассмотренный в главе 1, исходит из текущих цен

<sup>1</sup>См. Vansteenkiste (2009), Kilian (2009) или Helbling (готовится к печати).

<sup>2</sup>См., например, Radetzki (2006), где отмечается, что более ранний резкий рост цен на биржевые товары в период после Второй мировой войны был кратковременным.

<sup>3</sup>В приложении 2 к главе 1 представлен обзор последних изменений и перспектив, касающихся других биржевых товаров.

нефтяных рынков и предполагает, что если цены будут колебаться в районе текущих высоких уровней, эта напряженность будет устранена.

В сравнении с этим вариантом развития событий в данной главе анализируются риски, сопряженные с некоторыми сценариями дефицита нефти, для перспектив развития мировой экономики и перехода к более устойчивому и сбалансированному глобальному экономическому подъему. Особое внимание к дефициту означает, что центральное место будет уделено рассмотрению не краткосрочных, а средне- и долгосрочных рисков.

В частности, в данной главе делается попытка ответить на следующие вопросы:

- Что такое дефицит нефти? Как он измеряется? Какова текущая ситуация с дефицитом нефти?
- Будет ли дефицит нефти ограничивать рост мировой экономики в средне- и долгосрочной перспективе? Каковы риски того, что он снизит возможные темпы роста мировой экономики? Может ли он усугубить глобальные дисбалансы?
- Каковы его последствия для экономической политики?

При обсуждении дефицита нефти возникает проблема, присущая любому перспективному анализу. Накопленный к настоящему времени опыт не позволяет с уверенностью прогнозировать вероятную динамику некоторых факторов, которые будут определять возможную степень и воздействие дефицита нефти. Например, решающее значение будет иметь совершенствование технологий. Оно будет влиять на стоимость добычи нефти из залежей или месторождений, освоение которых до сих пор считалось экономически нерентабельным, и будет определять возможности ее эффективного потребления и замещения. В связи с такой неопределенностью, которая усиливается по мере удлинения временного горизонта, главная цель данной главы заключается в том, чтобы проиллюстрировать потенциальное воздействие различных сценариев дефицита нефти на мировую экономику. В то же время она знаменует собой возобновление усилий, цель которых — уделить в работе МВФ по моделированию мировой экономики больше внимания роли нефти и других природных ресурсов как источников шоков и каналу передачи воздействия других шоков.

### Каковы основные результаты анализа?

- Повышение трендового компонента цен на нефть свидетельствует о том, что мировой рынок нефти вступил в период возрастающего дефицита. Анализ перспектив

спроса и предложения нефти показывает, что возрастание дефицита обусловлено постоянной напряженностью между быстрым ростом спроса на нефть в странах с формирующимся рынком и снижением трендового роста предложения нефти. Если эта напряженность усилится, как в результате активизации спроса, так и традиционных перебоев в поставках или замедления роста производственных мощностей, восстановление рыночного равновесия может вызвать резкий рост цен, как это случилось в 2007–2008 годах.

- В отношении последствий для мировой экономики имитационный анализ показывает, что возросший дефицит нефти может оказать относительно слабое влияние на мировой рост, если он будет связан в основном с постепенным понижением роста предложения нефти, а не с его абсолютным сокращением. В частности, ощутимое понижение трендового роста предложения нефти на 1 процентный пункт, по-видимому, повлечет за собой замедление годовых темпов мирового роста в средне- и долгосрочной перспективе менее чем на ¼ процента. С другой стороны, непрерывное уменьшение предложения нефти может оказать существенное негативное воздействие на объем производства в случае повышения взаимозаменяемости между нефтью и другими первичными источниками энергии. Вместе с тем в среднесрочной перспективе обусловленное нефтью перераспределение богатства от импортеров к экспортерам нефти может вызвать увеличение потоков капитала, снижение реальной процентной ставки и усиление дисбалансов счетов текущих операций.
- Анализ в данной главе указывает на то, что дефицит нефти не станет неизбежным сильным ограничением для мировой экономики. Однако не стоит приуменьшать риски, которые в связи с ним существуют. В конечном итоге многое будет зависеть от степени и динамики дефицита нефти, которые остаются неизвестными. Возможны неожиданные сдвиги, последствия которых будут гораздо сильнее, чем воздействие более постепенных изменений.
- В главе делается вывод о том, что директивным органам следует усилить меры, призванные в целях предосторожности уменьшить риски, связанные с дефицитом нефти, и способствовать коррективке, если подобные сдвиги окажутся больше, чем ожидалось, или внешне материализуются. Меры экономической



политики необходимо дополнить усилиями по укреплению систем социальной защиты, поскольку более высокие цены на нефть могут привести к сдвигам в распределении доходов и к росту бедности.

Глава построена следующим образом. В первом разделе дается определение дефицита нефти, рассматривается степень дефицита в нефтяной отрасли и обсуждаются его последствия для перспектив нефтяного рынка. Во втором разделе анализируется воздействие дефицита нефти на мировой рост и глобальные дисбалансы, с тем чтобы определить, будет ли он ограничивать рост мировой экономики. В последнем разделе кратко изложены некоторые последствия дефицита для экономической политики.

### Стала ли нефть дефицитным ресурсом?

Дефицит нефти может иметь значительные и далеко идущие последствия. Нефть является одним из важнейших факторов производства, в том числе при производстве других биржевых товаров и на транспорте, а также остается широко используемым потребительским товаром. Нефть также является наиболее активно торгуемым биржевым товаром: годовой объем мирового экспорта нефти в 2007–2009 годах в среднем составлял 1,8 трлн долл. США, то есть примерно 10 процентов совокупного мирового экспорта в указанный период. Это значит, что изменения в конъюнктуре нефтяного рынка прямо и косвенно воздействуют на мировую экономику, в том числе на рост, инфляцию, сальдо внешних операций и бедность. С конца 1990-х годов, несмотря на циклические колебания, цены на нефть в целом росли, и, согласно широко распространенному мнению, этой тенденции способствовали ограничения на стороне предложения. Это вызвало обеспокоенность тем, что нефтяной рынок вступает в период возрастающего дефицита.

### Что такое дефицит нефти?

Считается, что дефицит нефти имеет место, когда ее предложение меньше заданного уровня спроса. Если при существующей цене предложение не может удовлетворить спрос, цены должны повыситься, чтобы стимулировать рост предложения и регулировать спрос. В этом смысле дефицит нефти находит отражение в рыночной цене.

Цена должна отражать альтернативные издержки, связанные с предложением на рынке дополни-

тельного барреля нефти. Она возмещает собственнику резервов стоимость добычи и потерю одного барреля резервов, которые можно было бы продать в будущем. В общем случае высокий уровень цен по отношению к ценам других товаров и услуг указывает на дефицит, низкая цена свидетельствует об избытке, а изменения в цене за длительные периоды времени сигнализируют об изменениях в дефицитности. Хорошо известные модели добычи биржевых товаров также предполагают, что рыночная цена, как правило, служит надежным индикатором альтернативных издержек, включая затраты по отношению к ожидаемому будущему дефициту<sup>4</sup>.

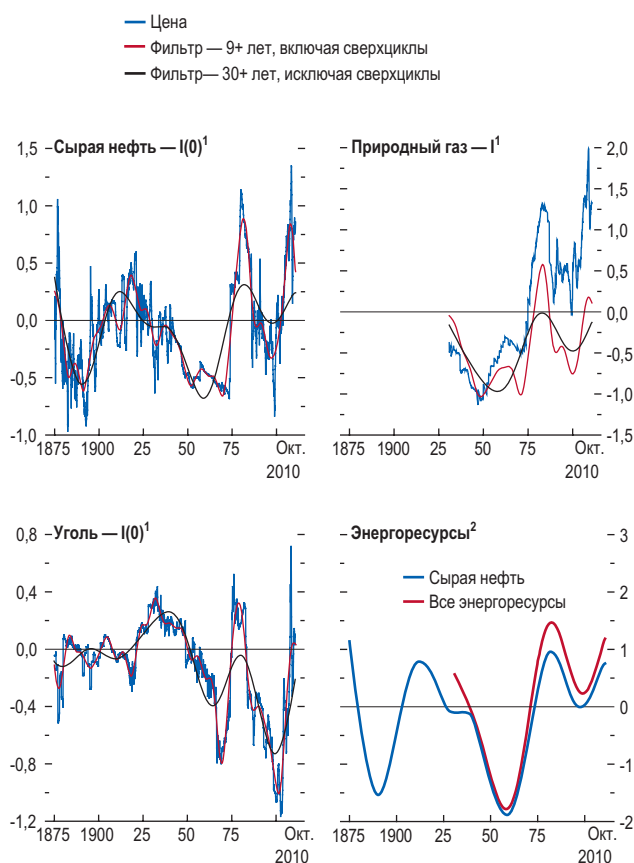
На практике важно проводить различие между дефицитом и другими причинами, высоких цен на нефть. Дефицит нефти, как правило, означает долгосрочное снижение доступности нефти или других истощимых природных ресурсов. Вместе с тем дефицит в смысле высоких и растущих цен на нефть может также возникать по другим причинам в краткосрочной перспективе. Например, временные шоки на стороне предложения могут вызывать непродолжительные скачки цен, подобные тем, что наблюдались в период войны в Персидском заливе в 1990–1991 годах. К тому же возможны значительные циклические колебания цен на нефть, которые во многом отражают взаимодействие циклических, включая финансовые, факторов и с низкой краткосрочную эластичность спроса и предложения по ценам.

Уменьшение доступности нефти обычно отражает технологические и геологические ограничения или недостаток инвестиций, необходимых для расширения производственных мощностей. Дефицит нефти может усугубляться ее низкой взаимозаменяемостью. Нефть обладает уникальными физическими свойствами, которые затрудняют быстрое замещение ее другими продуктами, а это значит, что цена на нефть в основном может определяться возможностями предложения. Напротив, если другие, более распространенные ресурсы природного или искусственного происхождения в конечном итоге смогут заменить нефть в производственном процессе, тогда относительно небольшие повышения цен смогут переориентировать спрос в сторону этих заменителей.

<sup>4</sup>В работе Hotelling (1931) показано, что если предельные затраты на добычу остаются постоянными, повышение цен на невозобновляемые ресурсы должно следовать динамике процентной ставки (возможно, с учетом премии за риск). Когда рынок постепенно осознает, что тот или иной ресурс становится более дефицитным (или избыточным), его цена может повыситься более быстрыми темпами (либо остаться неизменной или даже снизиться).

### Рисунок 3.1. Цены на энергоресурсы и долгосрочные тренды

Вслед за 15-летним периодом нарастающего избытка энергоресурсов, который продолжался до 2000 года, долгосрочные цены на все энергоресурсы явно пошли вверх.



Источники: Global Financial Data; Система цен на первичные сырьевые товары МВФ;

<sup>1</sup> Цены на сырьевые товары, выраженные в долларах США, дефлированы с помощью индекса потребительских цен США как логарифмическое отклонение от средней выборки. Отклонение между фильтрованными компонентами и ценой объясняется случайным шумом, циклом деловой активности и дрейфом, носящим характер случайного блуждания, которое может быть представлено I(1).

<sup>2</sup> Первый главный компонент (среднеквадратическое отклонение от средней) нормализован таким образом, что его дисперсия равна единице.

### Как измеряется дефицит?

В представленном ниже анализе центральное место уделяется долгосрочной динамике цен на нефть как показателю дефицита, при этом краткосрочные или периодические колебания, такие как цикл деловой активности, не учитываются. Цены на нефть могут также подвергаться влиянию «суперциклов», вызываемых длительными лагами реализации, связанными с обнаружением, разведкой запасов и капиталовложениями в отраслях горнодобывающей промышленности (Cuddington and Jerrett, 2008). Медленная реакция предложения на изменения спроса может к тому же вызвать циклы цен с большей продолжительностью, чем типичные циклы деловой активности, длительность которых составляет от двух до восьми лет (Slade, 1982).

Долгосрочная вариация оценивается путем обработки ценовых данных при помощи двух низкочастотных фильтров: первый фильтр исключает все колебания цен, связанные с циклами продолжительностью менее девяти лет (и, следовательно, включает суперциклы), тогда как второй учитывает периоды продолжительностью более 30 лет (см. рис. 3.1)<sup>5</sup>. Включение суперциклов приводит к усилению изменчивости, но долгосрочные тренды остаются сходными. Чтобы получить более общее представление о рынках энергоресурсов, в анализ включены уголь и природный газ. Один из примечательных результатов состоит в том, что в реальных ценах на нефть отсутствовала устойчивая тенденция к повышению или снижению на протяжении всего периода выборки<sup>6</sup>. Вместо этого цены демонстрировали медленные колебания вокруг долгосрочных средних. Это означает, что периоды меняющегося дефицита нефти были продолжительными, но закончились, и что инвестиции, технологии и открытия в конечном итоге реагируют на ценовые сигналы.

Вслед за 15 летним периодом нарастающего избытка энергоресурсов, который продолжался до

<sup>5</sup>В настоящем анализе используются ряды ценовых данных в долларах США, дефлированные по индексу потребительских цен США за периоды выборки, начало которых относится к 1875 году. Низкочастотные компоненты были выделены с помощью асимметричного фильтра Кристиано-Фицджеральда (2003) (см. приложение 3.1).

<sup>6</sup>Иными словами, реальные цены на нефть являются стационарными. Если цены нестационарны, как в случае природного газа, и содержат единичный корень, смещение, или долгосрочный тренд, обычно невелики. Это согласуется с результатами работы Cashin, McDermott, and Scott (2002), в которой отмечается, что тренды реальных цен на биржевые товары незначительны и над ними доминирует изменчивость цен.

2000 года, долгосрочные цены на все энергоресурсы явно пошли вверх. Первый основной компонент трех отфильтрованных цен на энергоресурсы, который объясняет примерно две трети общей дисперсии, подтверждает, что общий фактор дефицита энергоресурсов возрастает с 2000 года, и что Великая рецессия не нарушила эту динамику (нижняя правая панель рисунка).

### В чем причина явного возрастания дефицита нефти?

В конечном счете сигнал, посылаемый ценами на нефть, должен отражать ожидания в отношении дефицита, которые следует рассматривать с точки зрения базисных факторов. Чтоб понять сигнал, исходящий от текущих рыночных цен, необходимо оценить перспективы спроса и предложения. Для нефти, равно как и для других источников энергии, перспективы жестко связаны со спросом на первичную энергию. Поэтому в данном разделе нефть сначала рассматривается в более широком контексте потребления первичной энергии, и лишь затем обсуждаются перспективы предложения и спроса на нее.

### Каковы перспективы общего потребления энергии?

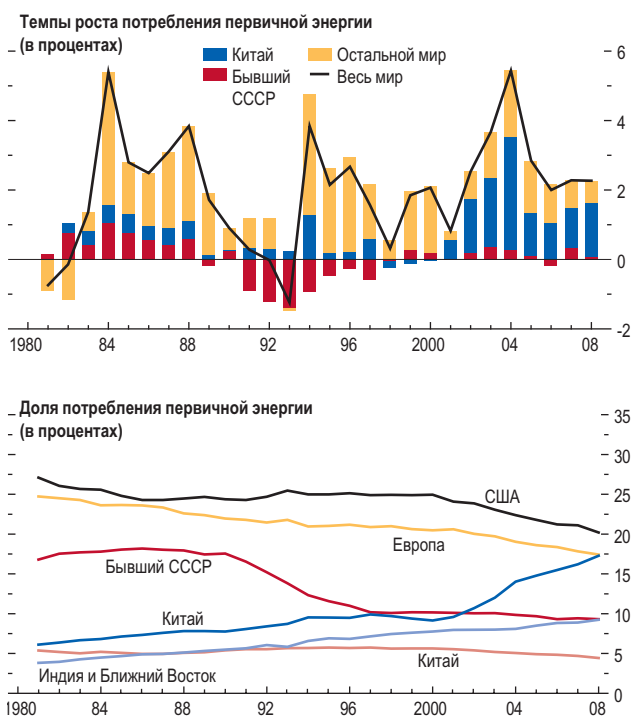
Нефть является важнейшим источником первичной энергии в мире, на долю которого приходится примерно 33 процента ее совокупного объема; на долю двух других основных видов ископаемого топлива: угля и природного газа, — приходится 28 и 23 процента соответственно<sup>7</sup>. Возобновляемые источники энергии переживают фазу быстрого роста, но пока они обеспечивают лишь небольшую часть предложения первичной энергии.

В значительной степени поводом для текущей обеспокоенности дефицитом нефти является повышение темпов роста мирового потребления первичной энергии в прошлом десятилетии (см. рис. 3.2, верхняя панель). Это ускорение, прежде всего, отражает более активный рост энергопотребления в Китае. В результате доля Китая в мировом потреблении первичной энергии резко повысилась (нижняя панель рисунка), и сегодня Китай является крупнейшим потребителем энергии в мире (Управление энергетической информации США — IEA, *World Energy Outlook*, 2010).

<sup>7</sup>См. Управление энергетической информации США (EIA), *World Energy Outlook*, 2009. К первичной энергии относятся ископаемое топливо (уголь, нефть, природный газ), атомная энергия и возобновляемая энергия (геотермальная, гидроэнергия, солнечная, ветровая энергия).

**Рисунок 3.2. Мировой спрос на энергоресурсы, 1980–2008 годы**

Быстрый рост мирового потребления первичной энергии, особенно в Китае, вызвал обеспокоенность относительно дефицита нефти.



Источник: Международное энергетическое агентство.

### Рисунок 3.3. Взаимосвязь между потреблением энергии и ростом ВВП на душу населения

(В сотнях тысяч долларов США по горизонтальной оси на 2005 год; в млрд британских тепловых единиц по вертикальной оси)

Темпы роста спроса на энергоресурсы тесно коррелируют с темпами роста доходов на душу населения в странах с низкими и средними доходами, тогда как страны с высокими доходами могут обеспечивать рост ВВП при небольшом или нулевом росте потребления энергии.



Источники: «Международная финансовая статистика», МВФ; Международное энергетическое агентство; Всемирный банк; «Показатели мирового развития»; расчеты персонала МВФ.

<sup>1</sup> ОЭСР = Организация экономического сотрудничества и развития.

<sup>2</sup> ППС = паритет покупательной способности.

Будущее потребление энергии во многом будет зависеть от воздействия продолжающегося стремительного роста ВВП Китая и других быстро развивающихся стран с формирующимся рынком. Чтобы оценить перспективы спроса на энергию, в настоящем разделе анализируется связь между потреблением энергии на душу населения и реальными доходами на душу населения, оцениваемая на основе простой регрессии с использованием набора данных по 55 странам за 1980–2008 годы (подробную информацию см. в приложении 3.2).

Оценки показывают, что связь между потреблением энергии на душу населения и ВВП на душу населения является нелинейной. Страны с высокими доходами могут поддерживать рост ВВП при небольшом увеличении или вообще без увеличения энергопотребления. Действительно, в некоторых странах-членах Организации экономического сотрудничества и развития (ОЭСР) потребление энергии в последние годы оставалось неизменным (см. рис. 3.3). Напротив, в странах с низкими и средними доходами рост спроса на энергию неотступно следовал за ростом доходов на душу населения. Эластичность спроса на энергию по доходам близка к единице: повышение реального ВВП на душу населения на 1 процент связано с увеличением потребления энергии на душу населения на 1 процент. Опыт Кореи служит примером такой связи «один к одному». Спрос на энергию в Китае до сих пор близко соответствовал этой закономерности (см. рис. 3.4).

С учетом оцененной выше эмпирической связи и последнего прогноза ПРМЭ ВВП на душу населения в Китае, при текущих ценах на энергоресурсы потребление энергии в Китае, по прогнозам, к 2017 году возрастет в два раза, а к 2025 году — в три раза по сравнению с уровнем 2008 года. Вместе с тем пока неясно, сможет ли Китай поддерживать столь быстрый рост. Действительно, в отличие от Кореи, Китай влияет на цены мирового рынка на первичные источники энергии, и повышение цен может сдерживать экономический рост и (или) привести к сдвигу вниз связи между энергией и доходами.

#### Каковы перспективы спроса на нефть?

Рост ВВП был важной движущей силой спроса на нефть в странах с формирующимся рынком. На рис. 3.5 показано, что с начала 1980-х годов потребление нефти на душу населения в США и других странах-членах ОЭСР было более или менее неизменным, тогда как в Китае оно быстро росло. В результате доля Китая в мировом потреблении нефти увеличилась с 6 процентов в 2000 году до почти 11 процентов в 2010 году. Однако в свя-

зи с тем, что исходные показатели Китая были ниже, потребление нефти в стране до сих пор составляет лишь половину от уровня США (нижняя панель рисунка)<sup>8</sup>.

Чтобы оценить перспективы дефицита нефти, сначала оцениваются коэффициенты эластичности потребления нефти с использованием панельных данных<sup>9</sup>. В частности, проводится регрессия потребления нефти на душу населения к лаговому объему нефти, реальным ценам на нефть в национальной валюте, полиному от уровней реального ВВП на душу населения, темпов роста ВВП и совокупности фиксированных эффектов (см. приложение 3.2). Ряды данных начинаются с 1990 года и охватывают 45 стран. Выборка разделена на две группы, ориентировочно называемые странами-членами ОЭСР и странами, не входящими в ОЭСР. Вместе на эти две группы приходилось 84 процента мирового потребления нефти в 2009 году. (Кроме то 1 го, в приложении 3.2 рассматривается группа девяти крупнейших стран-экспортеров нефти, а выборка продлевается до 1965 года)<sup>10</sup>.

Совокупные результаты для стран, входящих и не входящих в ОЭСР, указывают на очень низкую краткосрочную эластичность по ценам, которая составляет приблизительно  $-0,02$  (таблица 3.1)<sup>11</sup>. Это значит, что при повышении цен на нефть на 10 процентов спрос на нефть снижается только на 0,2 процента. Хотя долгосрочная ценовая эластичность примерно

<sup>8</sup>В 2008 году в Китае на долю угля приходился 71 процент совокупного потребления энергии, а на долю нефти и газа — только 19 и 3 процента соответственно. Это резко отличается от структуры энергопотребления в США, где на нефть и газ приходилось соответственно 37 и 23 процента всей энергии, а на уголь — 22 процента (U.S. EIA, *International Energy Outlook*, 2008).

<sup>9</sup>Среди других исследований, в которых делались попытки оценить эластичность спроса на нефть, в частности можно назвать Dargay and Gately (1995, 2010), Dargay, Gately, and Huntington (2007), Gately and Hillard (2002), Huntington (2002) и Соорер (2003). Мы используем иную основу анализа, по крайней мере в том, что касается выбранного периода выборки, определения страновых групп и общей спецификации эконометрической модели.

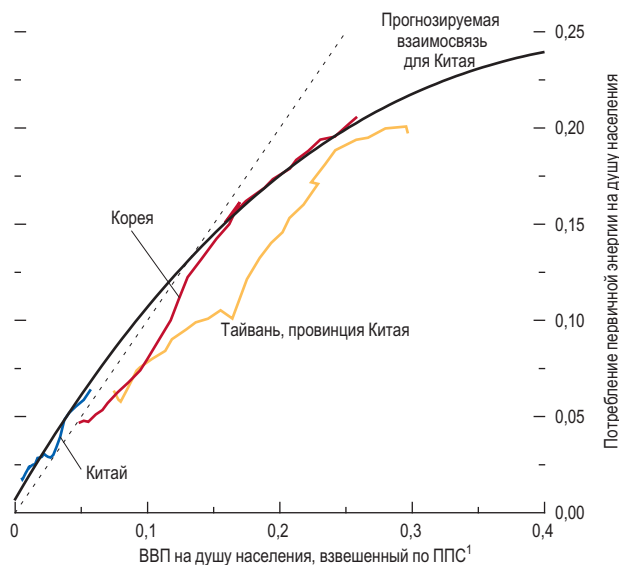
<sup>10</sup>Измерение в нескольких странах помогает решить проблему смещения результатов в меньшую сторону, которая часто возникает при оценивании коэффициентов эластичности спроса по ценам. В приложении 3.2 более подробно обсуждаются вопросы идентификации и представлены результаты теста на проверку устойчивости.

<sup>11</sup>Совокупные коэффициенты эластичности представляют собой средневзвешенные значения коэффициентов эластичности для групп. Весами являются нормированные доли потребления нефти в среднем за последние 10 лет, которые для стран, входящих и не входящих в ОЭСР, составляют 0,55 и 0,31 соответственно. Таким образом, в рассматриваемом периоде на две группы в сумме приходилось 86 процентов мирового спроса на нефть.

### Рисунок 3.4. Потребление первичной энергии

(В сотнях тысяч долларов США по горизонтальной оси на 2005 год; в млрд британских тепловых единиц по вертикальной оси)

Существует примерно взаимнооднозначное соответствие между ростом потребления энергии и доходами на душу населения в странах с формирующимся рынком, причем спрос Китая на энергоресурсы до сих пор подчинялся этой зависимости.

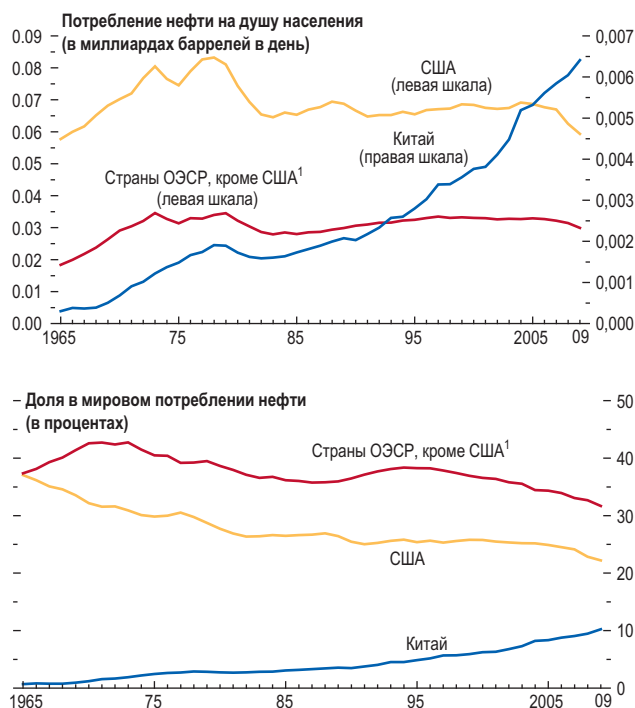


Источники: МВФ, «Международная финансовая статистика»; Международное энергетическое агентство; Всемирный банк; «Показатели мирового развития»; расчеты персонала МВФ.

<sup>1</sup> ППС = паритет покупательной способности.

### Рисунок 3.5. Потребление нефти в Китае и в отдельных развитых странах

С начала 1980-х годов потребление нефти на душу населения в США и других странах-членах ОЭСР<sup>1</sup> было более или менее неизменным, тогда как в Китае оно быстро росло.



Источники: BP, *Statistical Review of World Energy*, июнь 2010 года; Всемирный банк, «Показатели мирового развития»; расчеты персонала МФВ.  
<sup>1</sup> ОЭСР = Организация экономического сотрудничества и развития.

в четыре раза выше, она все же является низкой, а это значит, что долговременное повышение цен на нефть на 10 процентов через 20 лет приведет к уменьшению спроса на нефть лишь примерно на 0,7 процента.

Краткосрочная эластичность по доходам составляет примерно 0,68, то есть повышение доходов на 1 процент связано с увеличением спроса на нефть на 0,68 процента. Долгосрочная эластичность существенно меньше и составляет 0,29. Данный результат свидетельствует о том, что потребление нефти было гораздо менее эластично по доходам, чем спрос на первичную энергию, а это означает, что в мировой экономике (медленно) шел процесс замещения нефти другими энергоресурсами<sup>12</sup>. К тому же тот факт, что в краткосрочной перспективе эластичность по доходам выше, чем в долгосрочной, показывает, что реакция потребления нефти на шок доходов связана с несколько чрезмерной циклической корректировкой. Поэтому начальная реакция, подобная той, что наблюдалась в период восстановления мировой экономики в 2009–2010 годах, может не отражать более долгосрочные тенденции.

Растущее значение стран с формирующимся рынком, по-видимому, привело к снижению эластичности мирового спроса на нефть по ценам (в абсолютном выражении) и к повышению эластичности по доходам. Как показывает таблица 3.1, точечная оценка краткосрочной ценовой эластичности для группы стран, не входящих в ОЭСР, гораздо ниже, чем для стран ОЭСР, хотя эта оценка и не настолько точна. Краткосрочная эластичность по доходам лишь чуть выше, чем для стран ОЭСР, однако долгосрочная эластичность по доходам для стран с формирующимся рынком значительно выше и составляет 0,39. И все же это значение существенно ниже полученного для энергетики, которое составляет почти 1, и взвешенное среднее по двум группам дает совокупную эластичность, равную только 0,29. Эти результаты показывают, что вместо повышения энергоэффективности даже в странах с формирующимся рынком наблюдается существенное снижение нефтеемкости, и, скорее всего, это обусловлено растущей значимостью других источников энергии.

Поразительно слабая степень реакции потребления нефти в странах ОЭСР на изменение цен может объясняться отсутствием масштабных сдвигов в использовании топлива с начала 1990-х годов. В большинстве стран ОЭСР в начале 1980-х годов значи-

<sup>12</sup>В действительности доля нефти в совокупном потреблении первичной энергии снижается с 1980 года: если в 1980 году она составляла 46 процентов, то в 2009 году — 34 процента.

**Таблица 3.1. Эластичность спроса на нефть по ценам и доходам**

(Подвыборка, 1990–2009 годы)

	Краткосрочная эластичность		Долгосрочная эластичность	
	Цена	Доход	Цена	Доход
Страны-члены ОЭСР <sup>1</sup> и страны, не входящие в ОЭСР	-0,019 [-0,028, -0,009]	0,685 [0,562, 0,808]	-0,072 [-0,113, -0,032]	0,294 [0,128, 0,452]
Страны-члены ОЭСР	-0,025 [-0,035, -0,015]	0,671 [0,548, 0,793]	-0,093 [-0,128, -0,057]	0,243 [0,092, 0,383]
Страны, не входящие в ОЭСР	-0,007 [-0,016, 0,002]	0,711 [0,586, 0,836]	-0,035 [-0,087, 0,013]	0,385 [0,193, 0,577]

Источник: расчеты персонала МВФ.

Примечание. Медианные коэффициенты эластичности и доверительные интервалы, которые приведены в скобках и показывают 10-й и 90-й процентиля распределения, оценены с помощью моделирования методом Монте-Карло. Долгосрочные коэффициенты эластичности рассчитаны на основе 20-летнего горизонта.

<sup>1</sup>ОЭСР = Организация экономического сотрудничества и развития.

тельно сократилось использование нефти для выработки электроэнергии. После резкого повышения цен на нефть по сравнению с ценами на другие виды ископаемого топлива в 1970-х годах энергетика переключилась с нефти на другие вводимые ресурсы (см. рис. 3.6): некоторые страны вернулись к углю (например, США), другие увеличили свои атомные мощности (например, Франция) или обратились к альтернативным источникам энергии. Действительно, при расширении периода выборки до 1960-х годов расчетные коэффициенты эластичности по ценам повышаются (см. приложение 3.2). Впрочем, в настоящее время энергетика уже не является важным потребителем нефти в ОЭСР или в странах с формирующимся рынком. Фактически на транспортную отрасль сегодня приходится примерно 50 процентов совокупного потребления нефти<sup>13</sup>. Значительная часть оставшегося потребления приходится на нужды нефтехимической промышленности и на различные другие направления использования за пределами энергетики. С учетом современных технологий в этих отраслях сложнее заменить нефть другими факторами, и это объясняет разрыв в расчетных значениях коэффициентов эластичности.

Несмотря на отсутствие в последние годы сколько-нибудь существенного замещения нефти другими факторами, в транспортной отрасли появляются новые резервные технологии. И хотя трудно предсказать масштабы замещения с использованием этих технологий в предстоящие годы, нельзя исключить возможность крупного сдвига в среднесрочной перспективе. Решение логистических проблем будет представлять очень непростую задачу,

<sup>13</sup> Сюда входит авиационное топливо для реактивных двигателей, бункерное топливо для судов и дизельное топливо (используемое в грузовиках, промышленном оборудовании и легковых автомобилях).

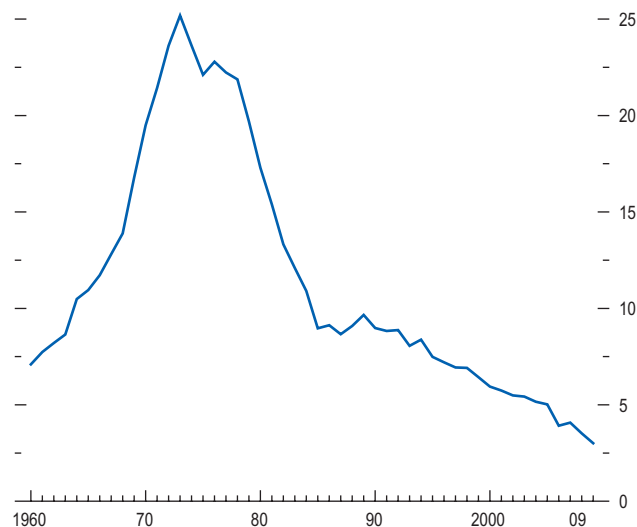
тем не менее, должен существовать некоторый порог, при котором альтернативные варианты станут экономически жизнеспособными, если цены на нефть будут устойчиво превышать тот или иной конкретный уровень<sup>14</sup>. Фактором, который смягчает ситуацию в этом отношении, является то, что в странах с формирующимся рынком значительная часть инфраструктуры и системы распределения все еще находится в процессе развития, а значит, в отличие от стран с развитой экономикой, у них будет меньше необходимости откладывать внедрение новых технологий до того, как устареют существующее оборудование и инфраструктура. Таким образом, вполне возможно, что (в настоящее время

<sup>14</sup> Простой расчет может дать некоторое представление о пороговом уровне цены. Допустим, что для электромобиля надбавка к текущей цене составляет 2000 долл. США, которые амортизируются на годовой основе. Допустим также, что водитель оценивает ограничения пробега и другие логистические проблемы, характерные для электромобилей, в 1000 долл. США в год; сложив эти затраты, получим, что суммарная надбавка по сравнению с ценой автомобиля с двигателем внутреннего сгорания составляет 3000 долл. США. Следующий шаг заключается в расчете точки безубыточности, которая достигается, когда разница между затратами на эксплуатацию электромобиля и автомобиля с двигателем внутреннего сгорания будет равна указанной надбавке. В США средний объем потребления топлива в расчете на одно транспортное средство в 2008 году составлял примерно 600 галлонов (см. Highway Administration, 2008, таблица VM-1), а розничная цена на бензин приблизительно составляла 0,035 от цены на импортную нефть плюс налоги. Если предположить, что розничная цена на электроэнергию для автомобилей составляла 20 процентов от цены на бензин в 2008 году, тогда цена «поддержки» на импортную нефть в США составляла примерно 155 долл. США. На эти упрощенные расчеты могли бы повлиять и другие важные факторы, например, с точки зрения ухудшения ситуации, — повышение предельных издержек наращивания производства, которое начинается с очень низкого уровня, или, с точки зрения улучшения ситуации, — совершенствование технологий и повышение эффективности при увеличении масштаба производства электромобилей.

### Рисунок 3.6. Крупный скачок. Доля нефти и сектор электроэнергетики<sup>1</sup>

(В процентах от общего производства электроэнергии по вертикальной оси)

После того как в 1970-х годах цены на нефть резко возросли по сравнению с ценами на другие виды ископаемого топлива, сектор электроэнергетики в большинстве стран-членов Организации экономического сотрудничества и развития сократил в начале 1980-х годов использование нефти для производства электроэнергии.



Источники: Международное энергетическое агентство; расчеты персонала МВФ.

<sup>1</sup> Произведенная с использованием нефти электроэнергия, деленная на общий выпуск электроэнергии.

слабая) степень реакции спроса на нефть на изменение цен может вновь усилиться, причем не только в странах ОЭСР, но и в странах с формирующимся рынком и развивающихся странах.

#### Каковы перспективы предложения нефти?

Перспективы предложения нефти сильно зависят от ограничений добычи в некоторых крупнейших странах-производителях, возникших из-за того, что их нефтяные месторождения приближаются к стадии зрелости, когда объемы выработки на них стабилизируются или уменьшаются. Эти ограничения стали очевидны, когда во время мирового экономического бума середины 2000-х годов мировая добыча нефти в целом не росла (см. рис. 3.7, верхняя левая панель)<sup>15</sup>. Большинство случаев уменьшения добычи, связанных со зрелостью месторождений, относятся к странам, не входящим в Организацию стран-экспортеров нефти (ОПЕК), включая Россию, однако, по имеющимся сведениям, некоторые производители из числа стран-членов ОПЕК, включая Саудовскую Аравию, также сталкиваются с проблемами, обусловленными зрелостью месторождений (см. рис. 3.7, верхняя правая панель)<sup>16</sup>.

Приближение к стадии зрелости — часть обычного жизненного цикла месторождений нефти (вставка 3.1). Новое здесь то, что с конца 1990-х годов такое приближение к зрелости стало влиять на предложение со стороны крупнейших стран-производителей, и прежде всего это коснулось нефти, добываемой из месторождений в Северном море. Обусловленные этим явления ограничения добычи стран, не входящих в ОПЕК, наглядно проявились в начале 2000-х годов, когда спрос на нефть неожиданно стал расти, а резервные мощности ОПЕК уменьшились.

Главный вопрос на будущее заключается в том, как большее и, по-видимому, растущее число приближающихся к зрелости нефтяных месторождений скажется на перспективах мирового предложения нефти. В частности, носит ли заметная стагнация добычи нефти на протяжении последних пяти лет временный или более устойчивый характер? Ответ зависит от того, как долго можно будет с из-

<sup>15</sup>Хотя рыночные результаты отражают изменения как на стороне спроса, так и на стороне предложения, эту стагнацию было бы трудно полностью объяснить действием факторов, не связанных с ограничениями нового предложения, учитывая сочетание растущих цен и положительной, пусть и низкой, эластичности предложения по ценам, а также информацию о других факторах (например, о перебоях поставок в связи с конфликтами). См. Hamilton (2009).

<sup>16</sup>См., например, Sorrell et al. (2010).



бытком компенсировать сокращение добычи из приближающихся к зрелости месторождений увеличением добычи из вновь открытых залежей, известных, но неразработанных залежей, или за счет увеличения извлечения нефти из действующих, в том числе приближающихся к зрелости месторождений (см. IEA, *World Energy Outlook*, 2008). Для этого потребуются постоянные масштабные инвестиции, что, как показывает опыт последних пяти лет, будет сложной задачей.

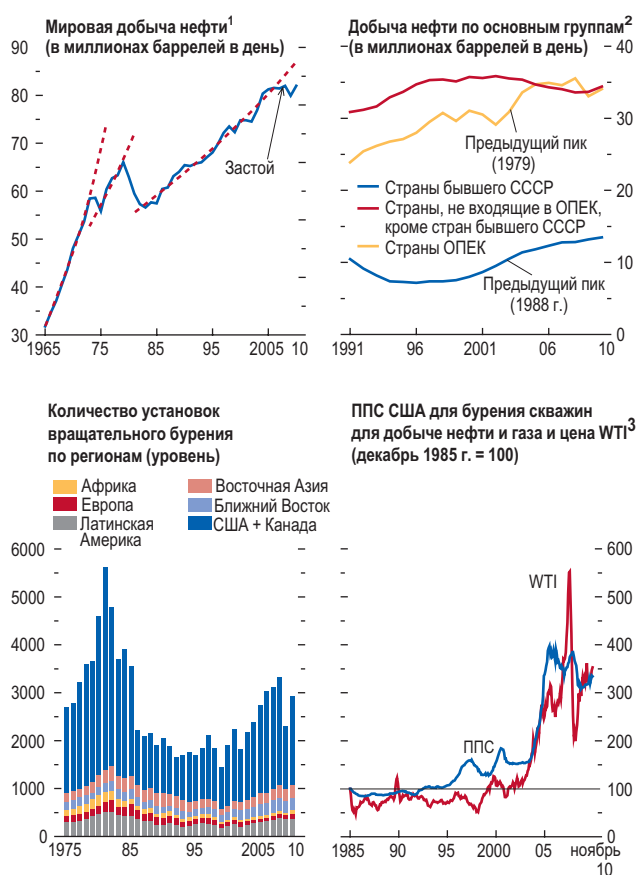
Судя по имеющейся на сегодняшний день информации, проблема связана не с отсутствием желания вкладывать средства, а с лагом между планированием и осуществлением инвестиций. После устойчивого роста цен инвестиционная активность в нефтяной отрасли, как и следовало ожидать, повысилась и частично включала разработку нефти из сверхглубоких подводных скважин или нетрадиционных источников с более высокой себестоимостью. Буровые работы, составляющие неотъемлемую часть разведки и разработки в нефтяной отрасли, за последнее десятилетие заметно расширились (см. рис. 3.7, нижняя левая панель). Аналогичным образом, по оценкам Goldman Sachs (2010), пик добычи в рамках проектов, входящих в составленный этой компанией список 280 крупнейших энергетических проектов, в 2020 году достигнет примерно 28 млн баррелей в день<sup>17</sup>. Если эти проекты будут реализованы и завершены, такой объем добычи может с избытком скомпенсировать сокращение производства на эксплуатируемых сегодня месторождениях, до тех пор пока совокупные темпы падения добычи не достигнут примерно 5 процентов (текущий взвешенный по объему добычи темп падения, по оценкам, составляет приблизительно 4–4½ процента).

Вместе с тем, несмотря на повышение инвестиционной активности, улучшения в осуществлении проектов были медленными. Как уже отмечалось, в горнодобывающей и нефтяной отраслях лаги, связанные с временем на создание мощностей, могут достигать 10 или более лет в зависимости от сложности проекта. Поэтому улучшение ситуации с нефтяными инвестициями в начале 2000-х годов не повлекло за собой немедленное увеличение производственных мощностей, тогда как последствия уменьшения этих инвестиций с середины 1980-х годов по конец 1990-х годов продолжали ощущаться. Эти последствия будут преодолеваться очень мед-

<sup>17</sup>Согласно оценкам Goldman Sachs (2010), чистая приведенная стоимость всех проектов становится положительной при ценах на нефть выше 80 долл. США за баррель (в постоянных долларах США).

Рисунок 3.7. Тенденции мирового рынка нефти

Мировое производство сырой нефти находилось в застое в период мирового экономического бума в середине 2000-х годов, особенно в странах, не входящих в Организацию экономического сотрудничества и развития. Как представляется, в среднесрочной перспективе проблемой станет лаг между планированием и осуществлением инвестиций.



Источники: Bakker Hughes; BP, *Statistical Review of World Energy*; Haver Analytics.

<sup>1</sup> Фрагмент линейного тренда.

<sup>2</sup> БСС = бывший Советский Союз; ОПЕК = Организация стран-экспортеров нефти.

<sup>3</sup> ППС = индекс цен производителей; WTI = нефть сорта West Texas Intermediate.

ленно, поскольку некоторые из новых проектов, запущенных в последние несколько лет, приведут к увеличению производственных мощностей не раньше чем еще через 5–10 лет.

Осуществлению инвестиций также препятствовал резкий рост капитальных затрат и неподвижные узкие места в обслуживании нефтяных инвестиций. Как видно из нижней правой панели рис. 3.7, один из показателей капитальных затрат, индекс цен производителей США на бурение нефтяных и газовых скважин, в 2003–2005 годах вырос почти в три раза, что указывает на относительное ослабление стимулов к инвестициям. В свою очередь, проблемы, связанные с повышением затрат и узкими местами, заставили инвесторов занять выжидательную позицию, и в 2007–2008 годах число разрешений на реализацию проектов сократилось. После Великой рецессии капитальные затраты уменьшились, но в реальном выражении они по-прежнему гораздо выше, чем прежде. Аналогичным образом узкие места в обслуживании нефтяных инвестиций стали менее серьезными. Однако они до сих пор существуют, и их устранение, скорее всего, будет происходить лишь постепенно.

Не считая ограничений, связанных с загрязнением или другими внешними воздействиями на окружающую среду, увеличение производственных мощностей также сдерживают ограничения на инвестиции в нефтяную отрасль, которые ослабляют общую реакцию инвестиций на высокие цены<sup>18</sup>. Во-первых, многие нефтеносные площади по существу закрыты для участия сторонних инвесторов и разрабатываются исключительно национальными нефтяными компаниями. Хотя некоторые национальные нефтяные компании увеличили капитальные расходы в ответ на повышение цен, другие были ограничены краткосрочными соображениями, касающимися бюджетных доходов. Неучастие сторонних инвесторов может также воспрепятствовать необходимой модернизации технологий разведки и разработки нефти. Во-вторых, повышение цен на нефть также заставило внести изменения в нормативно-правовое регулирование, особенно в области налогообложения и прав собственности, что привело к росту затрат или уменьшению рентабельности и тем самым замедлило инвестиции.

<sup>18</sup>Подробное обсуждение см. во вставке 1.5 в апрельском выпуске «Перспектив развития мировой экономики» 2008 года.

В таких условиях наращивание полезных мощностей, скорее всего, будет происходить лишь постепенно. Учитывая продолжающееся истощение месторождений некоторых крупнейших производителей нефти, возврат к трендовому росту нефтедобычи на уровне 1,8 процента, который отмечался в 1981–2005 годах, на данном этапе представляется маловероятным, несмотря на предпринимаемые сегодня инвестиционные усилия<sup>19</sup>. Иными словами, в перспективе ожидается снижение трендовых темпов роста предложения нефти. Согласно текущим среднесрочным прогнозам Международного энергетического агентства (IEA, 2010a и 2010b), например, в ближайшие пять лет будет наблюдаться лишь умеренное увеличение новых полезных мощностей (см. рис. 3.8). Поскольку расширение производственных мощностей является главной движущей силой роста предложения (краткосрочная эластичность предложения по ценам очень низка, и большинство оценок лежит в интервале от 0,01 до 0,1), увеличение предложения, по-видимому, будет столь же умеренным, если не учитывать буфер, обеспечиваемый резервными мощностями ОПЕК<sup>20</sup>. Последние в настоящее время оцениваются примерно в 6 млн баррелей в день. Исходя из допущения, что от двух третей до четырех пятых этих резервных мощностей в конечном итоге будет задействовано, кумулятивный рост предложения нефти в 2011–2015 годах может достичь 6–8 процентов, или в среднем  $1\frac{1}{4}$ – $1\frac{1}{2}$  в год, если цена на нефть в реальном выражении останется в целом неизменной<sup>21</sup>.

Вполне возможно, что снижение тренда предложения нефти отчасти уже заложено в текущих ценах на нефть. Однако предсказания, касающиеся степени и скорости наращивания производственных мощностей, обычно характеризуются высокой неопределенностью. Действительно, в последние несколько лет оценки осуществления проектов, как правило, были завышенными, и некоторые базовые факторы риска по-прежнему присутствуют.

<sup>19</sup>Мы исключаем из расчета все периоды потрясений на мировых рынках нефти, подобных началу 1980-х годов, а также исключаем период после 2005 года, когда, как показано в работе Hamilton (2009), темпы роста объема производства уже были ниже тренда. Понижение трендовых темпов роста также согласовывалось бы с прогнозом нефтяных инвестиций, который представлен в упоминавшемся выше перечне крупнейших 280 энергетических проектов, составленном Goldman Sachs

<sup>20</sup>Последние расчеты по краткосрочной эластичности предложения по ценам см., например, Déés et al. (2007).

<sup>21</sup>Это предполагает, что ОПЕК поддерживает резервные мощности в размере 2 млн баррелей в день, что соответствует заявленным намерениям этой организации.

К таким факторам риска относятся неопределенность лагов, связанных со временем на создание мощностей, потенциальный рост капитальных затрат, если продолжится оживленное расширение мировой экономики, а также риски, касающиеся инвестиционных режимов. Кроме того, существенная неопределенность сопряжена с будущими траекториями темпов истощения приближающихся к зрелости месторождений (см. вставку 3.1). Наконец, сохраняются кратко- и долгосрочные геополитические риски, и изменения уровня дефицита нефти могут сопровождаться изменениями рыночных долей крупных производителей. Следовательно, существует риск того, что дефицит нефти окажется больше, чем предполагается. Возможности варьироваться от более значительного понижения трендовых темпов роста предложения до прямого, временного или более продолжительного, сокращения добычи нефти<sup>22</sup>.

### Каковы последствия для дефицита нефти?

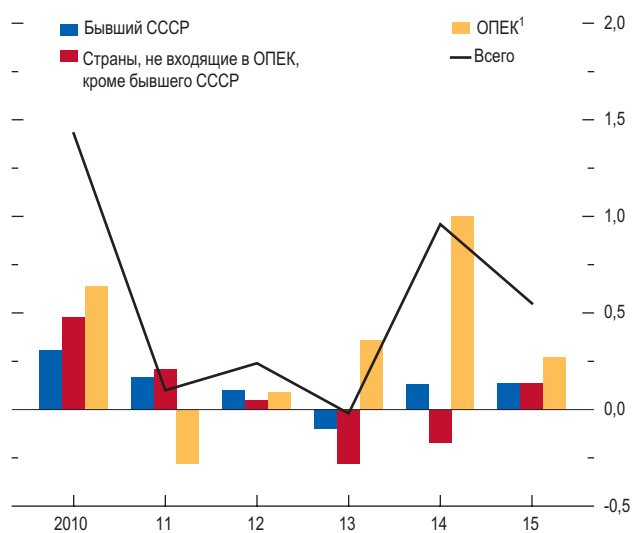
Основная причина сохраняющегося или даже возрастающего дефицита нефти заключается в напряженности между, с одной стороны, понижением трендов предложения нефти примерно на ¼–½ процента, сопряженного с дополнительным риском ухудшения ситуации, и, с другой стороны, мощной динамикой роста спроса на нефть, обусловленной в основном быстрым ростом доходов в странах с формирующимся рынком.

Согласно текущему прогнозу ПРМЭ, в 2011–2015 годах среднегодовые темпы роста мирового ВВП составят примерно 4,6 процента. Степень рыночной напряженности, вызванная такими темпами мирового роста, будет зависеть от эластичности спроса на нефть по доходам. Если мировая краткосрочная эластичность по доходам на уровне 0,68 (оцененная в предыдущем разделе) сохранится на протяжении всего периода 2011–2015 годов, рост спроса на нефть останется выше роста добычи при неизменных ценах. Поскольку эластичность по ценам является очень низкой, только существенное повышение цен сможет привести к успешному балансированию рынка, как описано в следующем примере. Если при неизменных ценах предложение нефти будет расти на 1,5 процента, рост спроса на нефть будет превышать рост

<sup>22</sup>Например, согласно последним среднесрочным прогнозам добычи Управления энергетической информации США, рост годовых мощностей по добыче нефти в 2011–2015 годах составит 0,9 процента. К другим среднесрочным сценариям, в которых предсказывается низкий трендовый рост добычи нефти или его отсутствие, относятся прогнозы British Petroleum (2011) и Shell (2011).

**Рисунок 3.8. Прогнозируемый рост мощностей по добыче нефти**  
(В миллионах баррелей в день)

Несмотря на текущие инвестиции, в среднесрочной перспективе будет происходить лишь незначительный рост новых чистых производственных мощностей, с учетом непрерывного сокращения добычи у некоторых крупных производителей.



Источники: Международное энергетическое агентство; *Medium-Term Oil Market Report*, июль 2010 года и обновленная версия за декабрь 2010 года.

<sup>1</sup> В том числе резервные мощности; ОПЕК = Организация стран-экспортеров нефти.

ее предложения примерно на 1,5 процентного пункта ( $4,6 \times 0,68 - 1,5$ ). С учетом того, что эластичность спроса по ценам составляет  $-0,02$ , а предложение не реагирует на изменение цен, для перебалансирования нефтяного рынка цена на нефть должна повыситься на 75 процентов.

Допущение о нулевой реакции предложения явно нереалистично. К тому же, как обсуждалось выше, есть веские свидетельства того, что более долгосрочные коэффициенты эластичности по доходам ниже краткосрочных<sup>23</sup>. Поэтому напряженность между умеренным ростом предложения и продолжающимся высоким ростом мировой экономики можно было бы устранить при меньшем и, скорее всего, более постепенном повышении цен на нефть, с некоторым сопутствующим замедлением роста спроса. Однако с учетом важных рисков ухудшения ситуации с предложением нефти риски дефицита нефти сохраняются.

Риски дефицита нефти следует также рассматривать в контексте энергетического рынка в целом. Если рост предложения других первичных источников энергии и впредь будет опережать рост предложения нефти, наблюдавшаяся в прошлом закономерность относительно более медленного роста спроса на нефть в условиях быстрого роста ВВП может подерживаться. На сегодняшний день ситуация кажется обнадеживающей. В частности, так называемая революция сланцевого газа может стать фактором, коренным образом меняющим ситуацию, и заложить основы для создания более глобального рынка природного газа (вставка 3.2). Использование природного газа может также стать рентабельным в таких сферах, где раньше почти исключительно применялась нефть, в том числе на транспорте.

## Дефицит нефти и мировая экономика

Чтобы оценить последствия увеличения дефицита нефти для мирового экономического роста и дисбалансов счетов текущих операций, в настоящем разделе используется имитационный анализ на основе Глобальной интегрированной монетарно-фискальной модели (ГИМФ) МВФ, представляющей собой мультирегиональную динамическую модель общего равновесия<sup>24</sup>. ГИМФ обладает ря-

<sup>23</sup>В настоящем обсуждении спроса на нефть совокупная эластичность по доходам на 20-летнем временном горизонте составляет 0,29.

<sup>24</sup>Описание структуры ГИМФ см. в Kumhof, Muir, and Mursula (2010). Сферы применения модели см. в работах Kumhof and Laxton (2007, 2009), Freedman et al. (2010) и Clinton et al. (2010).

дом свойств, признанных важными для воспроизводства поведения реального мира, включая конечные горизонты планирования домашних хозяйств и фирм, постепенную корректировку цен и номинальной заработной платы к неожиданным изменениям, а также макрофинансовые связи в виде финансового акселератора. В используемом здесь варианте модели выделяется шесть экономических регионов: экспортеры нефти, США, зона евро, Япония, страны Азии с формирующимся рынком и остальные страны<sup>25</sup>. Предполагается, что во всех регионах существуют гибкие обменные курсы.

В рамках основной модели рассматриваются эффекты снижения трендовых темпов роста мирового производства нефти в контролируемых условиях. Мотивацией к проведению такого эксперимента стал анализ перспектив спроса на нефть и ее предложения в предыдущих разделах. Поскольку эти перспективы сопряжены со значительной неопределенностью, в имитационных расчетах предполагается, что для экономических субъектов снижение темпов роста нефти становится неожиданностью<sup>26</sup>. В настоящем разделе также рассматриваются три набора сценариев, с тем чтобы проанализировать воздействие изменений значимых параметров.

### Модель и ее калибровка

Для того чтобы понять воздействие дефицита нефти на мировую экономику, необходимо рассмотреть некоторые аспекты настройки модели. Основное различие между данным приложением и стандартной версией ГИМФ заключается в том, что нефть является третьим фактором производства в экономике, наряду с капиталом и трудом, и вторым фактором конечного потребления, помимо товаров и услуг. Поэтому цена и доступность нефти влияют на производственный потенциал, а также на возможности потребления.

Реагирование спроса на нефть на изменение цен, которое отражает, в какой степени нефть можно заменить другими вводимыми ресурсами, является важным параметром при определении воздействия изменений условий нефтяного рынка. При проведении имитационного базисного моделирования долгосрочная ценовая эластичность спроса на нефть

<sup>25</sup>Полный перечень стран, входящих в каждую группу, представлен на рис. 3.9.

<sup>26</sup>Предполагается, что экономические субъекты оперативно получают полную информацию о степени изменения дефицита нефти. На практике информация может быть неполной, и экономические субъекты могут получать полное представление о степени ресурсного дефицита лишь спустя какое-то время. Основной эффект такого запаздывания в получении информации будет меньше начальных эффектов, но качественно результаты остаются в целом такими же.

для целей производства и потребления принимается равной 0,08, а краткосрочная эластичность — примерно 0,02. Это согласуется с оценками по выборке 1990–2009 годов в предыдущем разделе.

Еще одним важным параметром является вклад нефти в объем производства, который в базисном моделировании будет определяться долей затрат на нефть. На основе данных за последние годы она была калибрована от 2 до 5 процентов в зависимости от сектора и региона.

Предложение нефти складывается из нескольких компонентов. Во-первых, это экзогенная обеспеченность нефтью. Предполагается, что рост этой обеспеченности падает ниже исторических трендов. Это допущение отражает обсуждавшиеся выше ограничения мирового предложения нефти, обусловленные приближением месторождений к стадии зрелости. Вторым элементом является положительная реакция предложения на более высокие цены на нефть, однако при низкой ценовой эластичности, равной 0,03. Третьим элементом являются затраты на добычу. Здесь мы предполагаем, что первоначально 40 процентов доходов от нефти должны быть использованы на оплату товаров, выступающих в качестве промежуточных вводимых ресурсов; в дальнейшем реальные затраты на добычу барреля нефти повышаются постоянными годовыми темпами в 2 процента<sup>27</sup>.

Важным элементом отслеживания эффектов дефицита нефти является использование нефтяной ренты, то есть разницы между рыночной ценой и затратами на добычу. Эта рента распределяется между внутренним частным сектором и государством. Предполагается, что в странах с развитой экономикой государство получает лишь очень небольшую часть этих поступлений, тогда как в странах-экспортерах нефти — 90 процентов. Крайне важно допущение о том, что государство не сразу расходует дополнительные средства, а накапливает их в долларовом фонде, который расходуется темпами в 3 процента в год. Таким образом, одним из главных эффектов повышения цены на нефть является впечатляющее увеличение мировых сбережений из-за низкой склонности государства к потреблению за счет нефтяных доходов.

Наконец, хотя ГИМФ хорошо подходит для средне- и долгосрочного анализа, в краткосрочной перспективе определенную роль могут играть некоторые

<sup>27</sup>В совокупности второй и третий элементы моделируют возможность замещения нефти из традиционных источников нефтью из нетрадиционных источников с более высокой себестоимостью (см., например, IEA, *World Energy Outlook*, 2008, стр. 218).

не учтенные в модели сложные факторы (например, характер нефтяного шока, передача его воздействия через финансовые рынки, эффекты доверия), которые усиливают начальную реакцию объема производства на шок, вызванный дефицитом нефти. Во вставке 3.3 подробнее объясняется характер этой проблемы и наиболее значимые каналы усиления воздействия шока, выделенные в литературе.

### Как снижение трендов предложения нефти отразится на мировой экономике?

В рамках моделирования по базисному сценарию анализируется, каков будет эффект падения с года 1 средних темпов роста мировой добычи нефти на 1 процентный пункт ниже их исторического тренда и, в конечном итоге, возврата этих темпов роста к начальному уровню в году 25. На рис. 3.9 показано воздействие на ряд переменных, выраженное в виде отклонений в процентных пунктах (или процентах) от ситуации, при которой добыча нефти растет историческими трендовыми темпами в 1,8 процента.

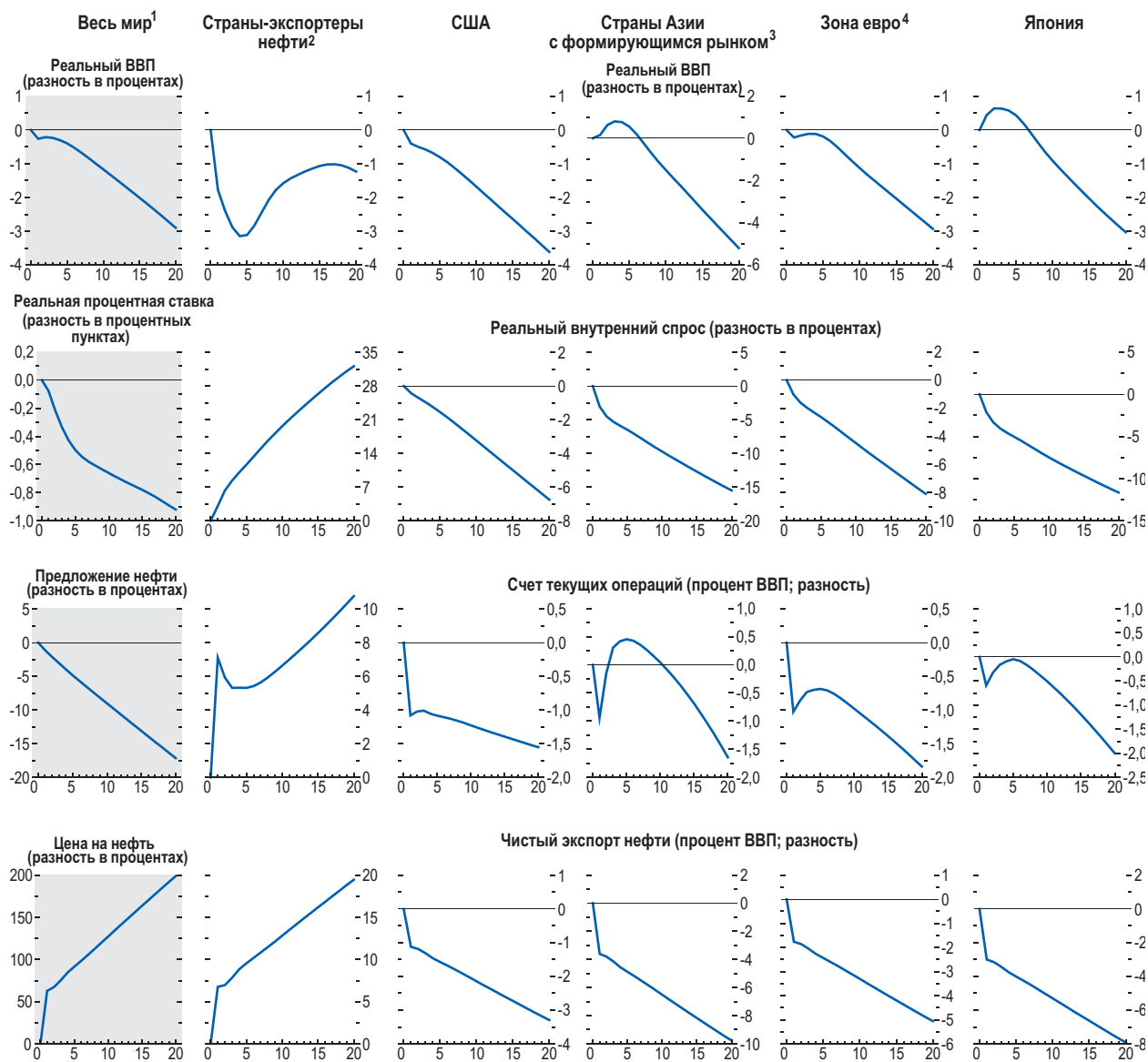
Если начать с рассмотрения глобального воздействия, то неожиданное долговременное уменьшение роста предложения нефти сразу же приводит к резкому повышению цен на нефть приблизительно на 60 процентов. Это объясняется очень низкой краткосрочной эластичностью спроса на нефть. Поскольку уменьшение предложения носит устойчивый характер, реальная цена на нефть и в дальнейшем продолжает расти, так как рыночное равновесие требует определенного «разрушения спроса». За 20 летний период кумулятивное повышение цен на нефть составляет примерно 200 процентов.

Уменьшение доступности нефти и, как следствие, более высокие цены на нефть ведут к понижению уровней ВВП в странах-импортерах нефти в долгосрочной перспективе. Однако в краткой и среднесрочной перспективе глобальная корректировка определяется перераспределением богатства от импортеров к экспортерам нефти, что ощущимо влияет на торговлю и потоки капитала. В условиях растущих цен на нефть в странах-экспортерах нефти наблюдается стабильное повышение доходов и богатства. В результате их внутренний спрос (внутренняя абсорбция) возрастает быстрее ВВП — более чем на 1,5 процента в год. Более высокие расходы оказывают повышательное давление на внутренние цены и влекут за собой значительное реальное укрепление национальной валюты. Это приводит к уменьшению объема производства в секторе внешнеторговых товаров (отличных от нефти), так что за первые пять лет ВВП сни-

### Рисунок 3.9. Дефицит нефти и мировая экономика. Базисный сценарий

(Годы по горизонтальной оси)

В этом сценарии рассматриваются последствия снижения трендового темпа роста мировой добычи нефти на 1 процентный пункт каждый год и, в конечном итоге, возврата этих темпов роста к начальному уровню в году 25.



Источник: Глобальная интегрированная монетарно-фискальная модель.

<sup>1</sup> Весь мир: сумма всех стран составляет 78,78 процента мирового ВВП.

<sup>2</sup> Страны-экспортеры нефти: Азербайджан, Алжир, Ангола, Бахрейн, Венесуэла, Ирак, Канада, Катар, Кувейт, Ливия, Мексика, Нигерия, Норвегия, ОАЭ, Оман, Республика Конго, Россия, Саудовская Аравия и Экваториальная Гвинея.

<sup>3</sup> Страны Азии с формирующимся рынком: Гонконг САР, Индия, Индонезия, Китай, Корея, Малайзия, Сингапур, Таиланд и Филиппины.

<sup>4</sup> Зона евро: Австрия, Бельгия, Германия, Греция, Ирландия, Испания, Италия, Кипр, Люксембург, Мальта, Нидерланды, Португалия, Словакия, Словения, Финляндия и Франция.2341

жается более чем на 3 процента, после чего следует подъем, поскольку часть растущего нефтяного фонда начинает направляться на государственные расходы. Улучшение сальдо счета текущих операций в этой гр 1 уше стран, эквивалентное примерно 6 процентам ВВП в краткосрочной перспективе и более 10 процентам через 20 лет, всецело обусловлено более высокой стоимостью экспорта нефти. Доля экспорта товаров в ВВП сокращается, и сальдо счета текущих операций без учета нефти ухудшается. Однако очень низкая склонность государства к потреблению за счет средств нефтяного фонда означает, что степень этого ухудшения остается умеренной. Внутренний спрос в странах-импортерах нефти со временем снижается в результате меньшей доступности нефти: на 0,35–0,75 процента в год в зависимости от региона. ВВП этих стран также уменьшается, однако первоначально они находятся под влиянием двух противодействующих эффектов, которые поддерживают объем производства. Первым и более важным из них является резкий рост экспорта товаров в страны-импортеры нефти, с тем чтобы удовлетворить их растущий внутренний спрос. Вторым эффектом является быстрый рост инвестиционного спроса в результате снижения мировых реальных процентных ставок. Это связано с тем, что дополнительные нефтяные доходы стран-экспортеров нефти, которые в основном перечисляются государству, ведут к увеличению сбережений, и в результате за 20 лет мировые реальные процентные ставки снижаются почти на 100 базисных пунктов<sup>28</sup>. Этот эффект напоминает международный бум кредитования 1970-х и начала 1980-х годов, возникший после значительного повышения цен на нефть. Региональные различия между импортерами нефти на этом этапе корректировки обусловлены главным образом различиями в силе их экспортных связей с экспортерами нефти, причем ВВП стран Азии с формирующимся рынком и Японии больше всего выигрывает от потребительского бума в этом регионе. Кроме того, учитывая более высокую склонность стран Азии с формирующимся рынком к инвестированию, этот регион также получает больше выгод от снижения мировых реальных процентных ставок. В рамках данного сценария в кратко- и среднесрочной перспективе глобальные дисбалансы усугубляются. В результате удорожания импорта нефти состояние счетов текущих операций США и зоны евро ухудшается, тогда как в течение длитель-

<sup>28</sup>Вскоре после окончания рассматриваемого 20-летнего периода они вновь начинают расти, поскольку государство расходует все больше средств, накопленных в нефтяных фондах.

ного переходного периода счета текущих операций профицитных регионов улучшаются (страны Азии с формирующимся рынком) или остаются почти неизменными (Япония), поскольку они экспортируют больше товаров в страны-экспортеры нефти. Вместе с тем долгосрочные эффекты не особенно велики: к 20-му году сальдо счетов текущих операций импортеров нефти ухудшаются на 1,5–2 процентных пункта ВВП. Это объясняется относительно низкой долей нефти в совокупных затратах.

В рамках базисного моделирования более долгосрочное воздействие на объем производства не столь ощутимо. Для импортеров нефти кумулятивное снижение объема производства через 20 лет составляет от 3 процентов (Япония, зона евро) до 5 процентов (страны Азии с формирующимся рынком), то есть примерно от 0,15 до 0,25 процента в год по сравнению с ситуацией, когда добыча нефти соответствует трендам прошлых лет. Региональные различия в величине долгосрочного воздействия на объем производства отражают различия в долях нефти в производстве и потреблении. Для стран-экспортеров нефти начальное сокращение реального объема производства из-за снижения добычи нефти также усугубляется ухудшением сальдо торгового баланса без учета нефти по причине повышения реального обменного курса национальной валюты.

### Альтернативные сценарии

В данном разделе рассматривается чувствительность результатов базисного сценария к трем основополагающим допущениям, а именно: роли эластичности спроса на нефть по ценам, воздействию более значительного шока на тенденции предложения нефти и значимости нефти совокупном производстве. На прилагаемых графиках результаты базисного моделирования отображены в виде непрерывной синей линии, тогда как каждый из альтернативных сценариев показан пунктирной красной линией.

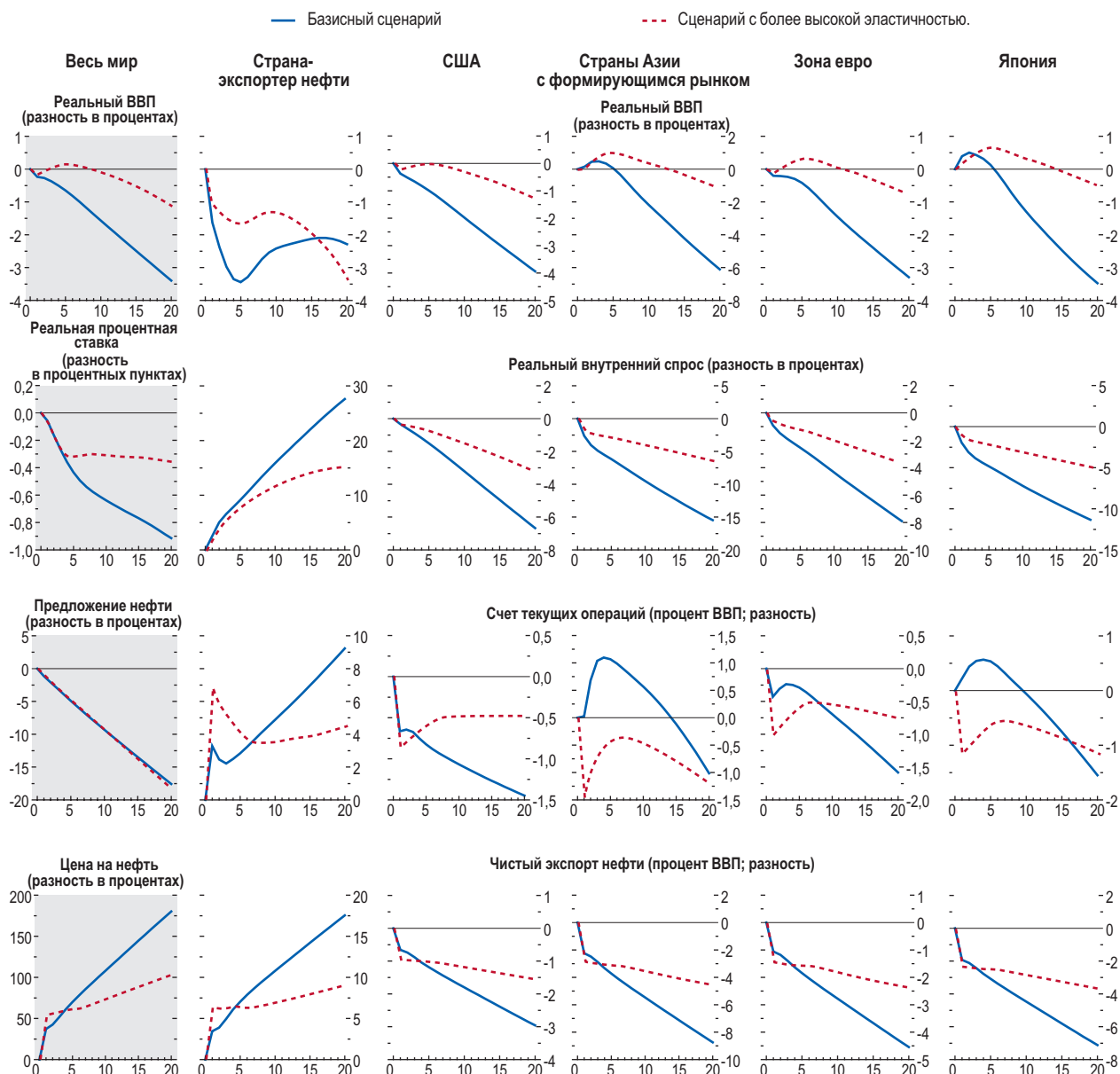
#### Сценарий 1. Более значительное замещение нефти

Первый альтернативный сценарий предполагает более высокое значение долгосрочной эластичности спроса по ценам, что соответствует ситуации более значительного замещения нефти в периоды высоких цен на нефть. Он основан на более высокой и оптимистической долгосрочной эластичности, составляющей 0,3, превышающую в пять раз ту, которая использовалась в базисном сценарии. Возможность более значительного замещения со-

### Рисунок 3.10. Альтернативный сценарий 1. Более значительное замещение нефти

(Годы по горизонтальной оси)

Согласно этому сценарию, допускается более высокая ценовая эластичность спроса (0,3 по сравнению с 0,08 в базисном сценарии), что соответствует большей степени замещения нефти.



Источник: Глобальная интегрированная монетарно-фискальная модель.

Примечание. Список стран каждой группы см. на рис. 3.9.



пряжена с неопределенностью, поскольку сложно предсказать, возможны ли технические нововведения, необходимые для этого замещения<sup>29</sup>.

Данный альтернативный сценарий предусматривает повышение мировых цен на нефть всего на 100 процентов за 20 лет, а не на 200 процентов, как предполагает базисный сценарий (см. рис. 3.10). Это означает сокращение масштабов падения производства в мире на две трети и еще большее сокращение — в странах-импортерах нефти. Также весьма вероятно более благоприятная долгосрочная динамика счета текущих операций, главным образом благодаря тому, что более успешное замещение нефти позволило бы импортерам держать чистый импорт нефти под контролем. Такое моделирование указывает на тот факт, что для устранения последствий снижения поставок нефти требуется довольно высокая эластичность спроса.

### *Сценарий 2. Более значительное сокращение добычи нефти*

Другой альтернативный сценарий рассматривает последствия, вытекающие из более пессимистичного допущения о сокращении мировой добычи нефти (на 3,8 вместо 1 процента годовых), которое сопровождалось бы ростом реальных издержек добычи барреля нефти на 4 вместо 2 процентов годовых (см. рис. 3.11). Это означает, что, без учета увеличения предложения в ответ на рост цен, добыча нефти будет сокращаться на 2 процента в год — данный сценарий отражает обеспокоенность сторонников идеи пика добычи нефти, которые утверждают, что пик предложения нефти уже достигнут и в дальнейшем оно будет быстро сокращаться<sup>30</sup>. Согласно этому сценарию, долгосрочное воздействие на объемы производства и счет текущих операций будет примерно в 3–4 раза больше, чем в базисном сценарии, а значит, его масштабы примерно пропорциональны величине шока. Темпы снижения внутреннего спроса стран-импортеров нефти составили бы в этом случае 1,25–3 процента в год за рассматриваемый период, тогда как у стран-экспортеров нефти внутренний спрос вырос бы более чем на 6

<sup>29</sup>Hirsch, Bezdek, and Wendling (2005, 2010), например, исследуют альтернативные виды топлива и технологии и приходят к выводу, что широкомасштабное замещение нефти обошлось бы слишком дорого и заняло бы много времени. См. также Ayres (2007).

<sup>30</sup>Sorrell et al. (2010) в своем обзоре исследований на эту тему указывают, что в некоторых из них прогнозируются абсолютные темпы снижения мировой добычи в ближайшем будущем в размере по меньшей мере 2 процентов в год.

процентов в год. Ухудшение счета текущих операций стран-импортеров нефти также было бы гораздо более серьезным и составило бы в долгосрочной перспективе в среднем 6–8 процентных пунктов ВВП.

Однако наиболее показательный аспект данного сценария связан с тем, что сокращение предложения в таких масштабах потребует повышения цены на нефть более чем на 200 процентов одновременно и на 800 процентов в течение 20 лет. Изменения относительной цены подобного масштаба беспрецедентны и могут оказать нелинейный эффект на экономическую активность, адекватно учесть который данная модель не в состоянии. Кроме того, рост мировых сбережений, предполагаемый данным сценарием, будет настолько большим, что в ряде регионов через несколько лет номинальные процентные ставки могут опуститься до нуля, в результате чего осуществление денежно-кредитной политики может стать проблематичным.

### *Сценарий 3. Более значительная экономическая роль нефти*

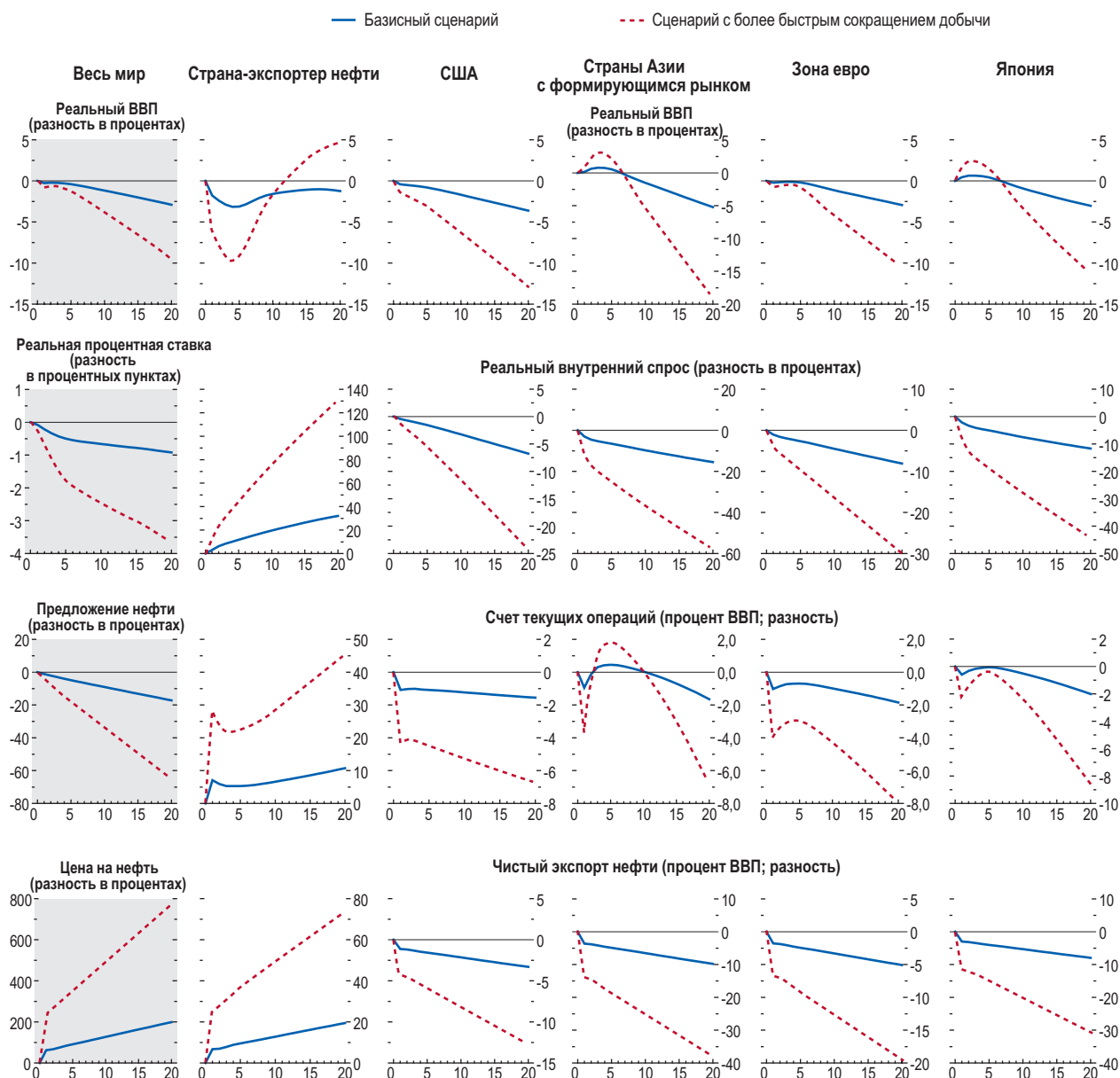
Согласно базисному сценарию, вклад нефтяной отрасли в совокупный объем производства соответствует ее доле в затратах. Некоторые исследователи в области естественных наук утверждают, что тем самым недооценивается значение энергии, в том числе нефти, с точки зрения экономической активности<sup>31</sup>. Экономисты также выявили каналы, которые усиливают эффект нефтяных шоков<sup>32</sup>. Для того чтобы изучить последствия более значительного вклада нефти в совокупный объем производства, в рамках третьего сценария выдвигается допущение о том, что часть общей факторной производительности обусловлена технологиями, использование которых возможно лишь пока имеется достаточное предложение нефти. Предполагается, что этот эффект является внешним, поэтому благоприятное воздействие нефти испытывают на себе не только ее поставщики, но и

<sup>31</sup>Ayres and Warr (2005) и Kümmel, Henn, and Lindenberger (2002) оценили совокупные производственные функции, включающие капитал, труд и энергию, для ряда промышленно развитых стран, и обнаружили, что вклад энергетики в совокупный объем производства составляет от 30 до более чем 60 процентов. См. также Ayres and Warr (2010), Kümmel (готовится к печати) и Hall and Klitgaard (готовится к печати). Поскольку нефть представляет собой лишь один (хотя и важный, играющий значимую роль) из элементов энергетики, для данного сценария могут подойти значения ниже 30–60 процентов.

<sup>32</sup>Согласно Finn (2000), нефтяной шок может привести к снижению использования капитала и вызвать более значительное сокращение производства, чем то, которого можно ожидать, исходя лишь из доли нефти в затратах.

**Рисунок 3.11. Альтернативный сценарий 2. Более значительное сокращение добычи нефти**  
(Годы по горизонтальной оси)

В этом сценарии учитываются последствия более пессимистического допущения относительно темпа сокращения добычи нефти (3,8 процентных пункта в год по сравнению с 1 процентным пунктом в год в базисном сценарии).



Источник: Глобальная интегрированная монетарно-фискальная модель.

Примечание. Список стран каждой группы см. на рис. 3.9.

все факторы производства пропорционально своей доле затрат. Отсюда следует, что отрицательный шок предложения нефти аналогичен отрицательному технологическому шоку<sup>33</sup>.

На рис. 3.12 представлено сравнение базисного и пессимистичного сценариев. Согласно последнему, вклад нефтяной отрасли в совокупное производство (либо прямой, либо в качестве элемента, позволяющего использовать технологию) составляет 25 процентов в отрасли внешнеторговых товаров и 20 процентов в отрасли невнешнеторговых товаров (а не 5 и 2 процента соответственно). Моделирование показывает, что более значительный вклад нефти в объем производства оказывает небольшое воздействие на счет текущих операций: в основном он сказывается на экономическом росте, при этом ухудшение роста ВВП во всех регионах предполагается в два раза большее, чем по базисному сценарию.

#### Обобщение результатов моделирования

Альтернативные сценарии показывают, что степень, в которой дефицит нефти будет сдерживать мировое экономическое развитие, в значительной мере зависит от небольшого числа ключевых факторов. Если, как предполагает базисный сценарий, трендовые темпы роста добычи нефти будут снижаться умеренными темпами, это окажет отрицательное воздействие на мировые объемы производства, однако оно, вероятно, будет не слишком существенным. Если рост цен на нефть приведет к упрощению замещения нефти, причем не только в краткосрочной, но и в более долгосрочной перспективе, эти последствия могут оказаться еще менее серьезными. Однако если сокращение добычи нефти будет происходить согласно более пессимистичным исследованиям сторонников идеи пика или если вклад нефтяной отрасли в объем производства окажется гораздо более значимым, чем ее доля в затратах, последствия могут быть тяжелыми и потребовать неотложных действий в области политики. В долгосрочной перспективе наиболее серьезными последствия могут оказаться

<sup>33</sup> Существует множество примеров такого рода эффектов, например, моральный износ частного автотранспорта в случае, когда оказывается необходимым широкомасштабное переключение на общественный транспорт. Однако другим важным аспектом, которому уделяется особое внимание ИЕА в *World Energy Outlook (2010)*, является тот факт, что в будущем гораздо более значительная часть инвестиционных средств и инновационного потенциала мировой экономики должны будут уделяться нефтяной отрасли с одной лишь только целью — сохранить текущие объемы добычи нефти. Вполне правдоподобным выглядит предположение о том, что это будет сдерживать рост общей производительности экономики.

для регионов с крайне нефтеемким производством, таких как страны Азии с формирующимся рынком, и (или) для стран, имеющих слабые связи с экспортерами нефти, таких как США.

#### Дополнительные соображения

В каждом из сценариев ГИМФ переход к новому равновесию, согласно допущению, представляет собой гладкий процесс: потребители стран-экспортеров нефти легко поглощают большие избытки экспорта товаров из стран-импортеров нефти, финансовые рынки эффективно поглощают поток сбережений из стран-экспортеров нефти и выполняют в их отношении посреднические функции, предприятия гибко реагируют на повышение цен на нефть путем перераспределения ресурсов, а работники с готовностью соглашаются на снижение реальной заработной платы. Некоторые из этих допущений, однако, носят слишком оптимистичный характер.

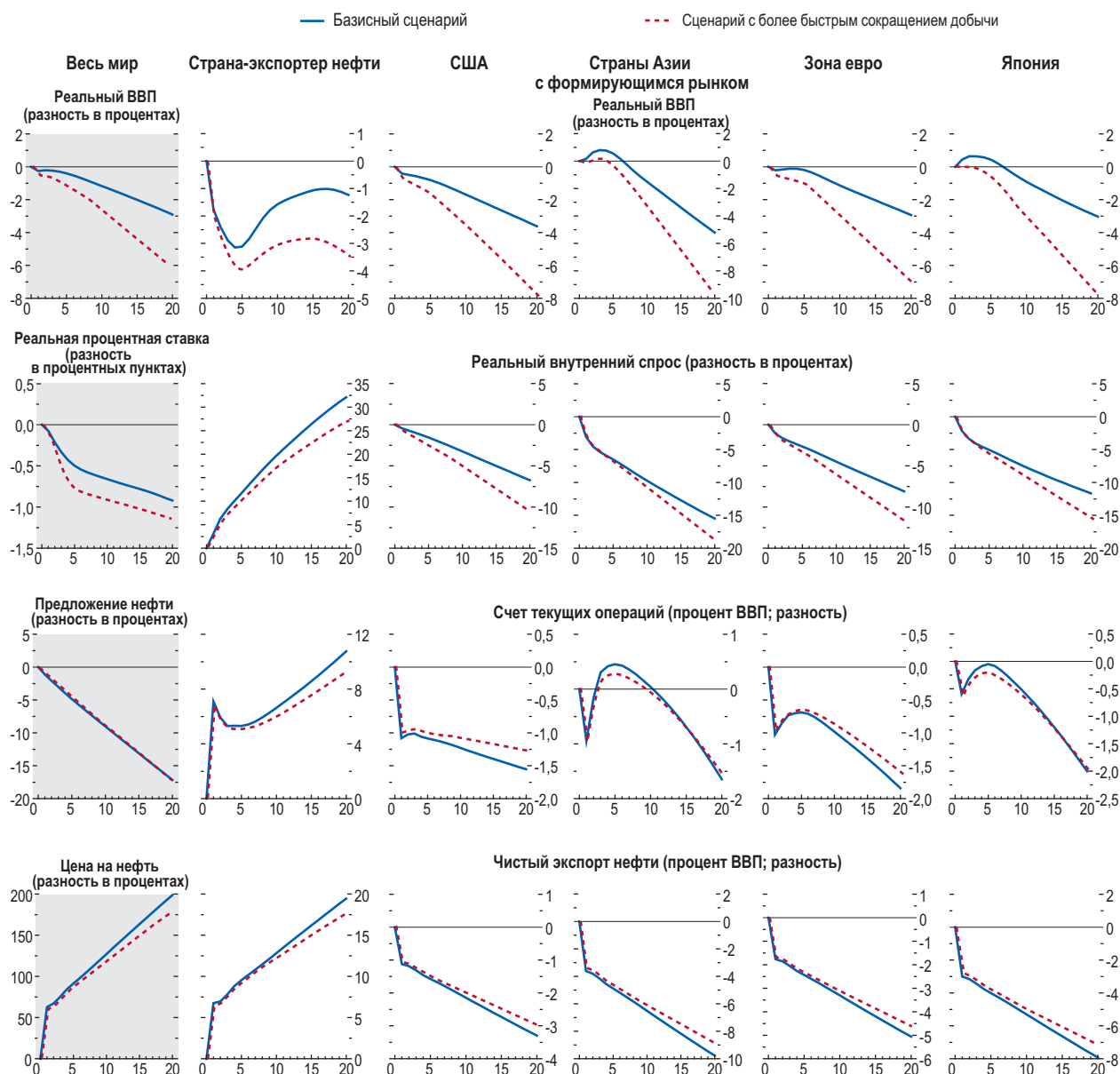
Опыт прошлых лет заставляет проявлять сдержанность в суждениях об эффективном посредничестве в отношении крупных чистых потоков капитала, поступающих от экспортеров нефти. При их неэффективном распределении в отдельных регионах мира, где заемщики находятся в уязвимом положении, премии за риск могут возрасти. Это, в свою очередь, может помешать заемщикам воспользоваться более низкими безрисковыми процентными ставками, которые выступают важным смягчающим механизмом в условиях дефицита нефти. Если норма частных и государственных сбережений в странах-экспортерах нефти возрастет, эта проблема может усугубиться.

Плавное перераспределение ресурсов между факторами производства и отраслями в период приспособления экономики к сокращению предложения нефти также является значительным допущением. В отличие от модели, в реальном мире экономика состоит из множества тесно взаимосвязанных отраслей. Некоторые отрасли, в том числе автомобилестроение, воздушное сообщение, грузовые перевозки, торговля на большие расстояния и туризм, могут испытать воздействие нефтяного шока гораздо раньше и в гораздо большей степени, чем другие<sup>34</sup>. Неблагоприятные последствия широкомасштабных банкротств в таких отраслях могут распространиться на остальные секторы экономики либо через кор-

<sup>34</sup> Даже те отрасли, которые могли бы адаптироваться к повышению цен на нефть, вытекающему из базисного сценария, могут оказаться не в состоянии приспособиться к 800-процентному повышению цен, которое прогнозируется в пессимистичном сценарии пика добычи нефти.

**Рисунок 3.12. Альтернативный сценарий 3. Более значительная экономическая роль нефти**  
(Годы по горизонтальной оси)

Согласно этому сценарию, нефть вносит более значительный вклад в выпуск: 25 процентов в отрасли внешнеторговых товаров (по сравнению с 5 процентами в базисном сценарии) и 20 процентов в отрасли невнешнеторговых товаров (по сравнению с 2 процентами в базисном сценарии).



Источник: Глобальная интегрированная монетарно-фискальная модель.  
Примечание. Список стран каждой группы см. на рис. 3.9.

поративные балансы активов и пассивов (взаимное кредитование предприятий, взаимозависимость таких отраслей, как строительство и туризм), либо через балансы банков (недостаток кредитных ресурсов после списания безнадежных долгов).

В последние годы гибкость рынка труда позволила улучшить поглощение нефтяных шоков (Blanchard and Galí, 2007). Однако в случае более значительного и устойчивого повышения цен на нефть работники могут оказать противодействие многократным снижениям реальной заработной платы, что приведет к значительному увеличению затрат на производство в результате шока в течение длительного переходного периода.

Наконец, при моделировании не учитывается возможность того, что некоторые страны-экспортеры нефти могут резервировать все большую часть своего неизменного или сокращающегося объема добычи нефти для внутреннего потребления, например, посредством субсидий на топливо, чтобы поддерживать энергоемкие отрасли (например, производство нефтехимических продуктов), а также чтобы предотвратить внутренние беспорядки. Если это произойдет, то объем предложения нефти для стран-импортеров будет сокращаться гораздо быстрее, чем мировая добыча нефти, что окажет отрицательное воздействие на экономический рост в этих регионах.

### Последствия для перспектив развития экономики и мер политики

Анализ цен на энергоресурсы, проведенный в настоящей главе, указывает на то, что рынки нефти и других энергоресурсов вступают в период растущего дефицита — период цен выше средних, которые наблюдались в прошедшие годы. Простой опыт свидетельствует о том, что такие периоды могут быть довольно длительными, даже если им на смену вновь приходят периоды изобилия.

В отношении дефицита нефти высокие цены на нее отражают противоречие между ее растущим потреблением, порождаемым главным образом быстро развивающимися странами с формирующимся рынком, и замедляющимся ростом ее предложения. Дефицит усиливается в результате низкой чувствительности к ценовым изменениям как предложения нефти, так и спроса на нее. Но долгосрочная эластичность мирового спроса на нефть по доходам ниже, чем аналогичная эластичность спроса на первичные энергоресурсы, а это указывает на то, что усилия, направленные на сбережение нефти, технологические изменения и переход к экономике с большей долей сферы услуг, могут принести ощутимый эффект.

Анализ показывает, что ограничения, налагаемые на мировой экономический рост в средне- и долгосрочной перспективе в результате постепенного и умеренного нарастания дефицита нефти (которые предполагают снижение трендового роста вместо непрерывного спада), могут быть относительно небольшими. В частности, значительное снижение трендового роста предложения нефти на 1 процентный пункт может привести к понижению годовых темпов мирового экономического роста менее чем на  $\frac{1}{4}$  процента.

Такого рода безобидное воздействие на объем производства, однако, не должно восприниматься как нечто самоочевидное. Значительные отрицательные риски инвестиций в нефтяную отрасль и рост производственных мощностей как на земле, так и в недрах, означают, что дефицит нефти может оказаться более серьезным. Кроме того, неожиданное усиление дефицитов нефти и ресурсов в более широком смысле может материализоваться не в виде небольших, постепенных изменений, а в виде крупных, разовых сдвигов. На практике было сложно провести четкое разграничение между неожиданными изменениями уровня дефицита нефти и более традиционными временными шоками предложения нефти, особенно в краткосрочной перспективе, когда многие из воздействий, оказываемых на мировую экономику, носят аналогичный характер. Более того, трудно сказать, может ли мировая экономика на самом деле приспособиться к этим сдвигам с той легкостью, которую предусматривает модель. Наконец, существуют риски, связанные со степенью замещения нефти, причем как отрицательные, так и положительные. Отрицательные воздействия могут быть сильнее, особенно если доступность нефти влияет на общую производительность экономики, например, приводя к тому, что некоторые из существующих производственных технологий становятся излишними.

Поэтому уровень дефицита нефти должен тщательно отслеживаться: мировая экономика пока еще находится на ранних стадиях новой эпохи зрелости в крупных нефтедобывающих странах.

Каковы же последствия для выбора политики? По большому счету существует два обширных направления для действий в области политики. Во-первых, учитывая возможность непредвиденного усиления дефицита нефти и других ресурсов, директивные органы должны оценить, насколько существующие основы экономической политики способствуют адаптации к непредвиденным изменениям в уровне дефицита нефти. Во-вторых, следует рассмотреть меры политики, направленные

на снижение риска дефицита нефти, в том числе те, что предусматривают разработку альтернативных устойчивых источников энергии.

Макроэкономическая и структурная политика могут помочь странам приспособиться к неожиданным изменениям уровня дефицита нефти. Реальное отсутствие гибкости рынков товаров и труда может усилить первоначальный шок, воспрепятствовав плавному перераспределению ресурсов. Поэтому политика, направленная на содействие корректировке относительных цен и ресурсов, представляется целесообразной. На рынках труда, к примеру, при определенных обстоятельствах может стать полезным ослабление мер по защите занятости, поскольку чрезмерное количество ограничений может отсрочить корректировку реальной заработной платы и помешать перераспределению рабочих мест из отраслей, которые испытали наиболее сильное воздействие в результате усиления дефицита нефти, в отрасли, испытавшие меньшее воздействие.

В этой связи усиление дефицита нефти создаст проблемы в области налогово-бюджетной политики. В результате шока дефицита нефти тенденция к увеличению субсидий для конечных пользователей нефтепродуктов поставит под угрозу состояние государственных финансов во многих странах-импортерах нефти, поскольку бюджетные затраты на эти субсидии могут резко возрасти<sup>35</sup>. С другой стороны, необходимо обеспечить защиту малоимущего населения. Следовательно, приоритетом для многих стран должно стать сокращение топливных и иных субсидий, особенно если они не имеют четкой адресной направленности, при одновременном введении в действие целевых и рентабельных сетей социальной защиты. Такого рода стратегия позволит не только укрепить состояние государственных финансов, но и усилить роль ценовых сигналов при использовании энергоресурсов, а также снизить выбросы парниковых газов<sup>36</sup>.

С точки зрения структурной политики упор должен быть сделан на усиление роли ценовых сигналов при приспособлении к растущему дефициту. Такого рода меры повысят чувствительность спроса и предложения к цене, тем самым делая возможными менее значительные изменения цены в ответ на неожиданные изменения уровня дефицита. С точки зрения предложения для нефтяных ком-

паний должны быть созданы предсказуемые инвестиционные и налоговые режимы, учитывающие различия в затратах на добычу и позволяющие инвесторам получать возмещение за принятие технологических и геологических рисков, с тем чтобы нефтяные компании имели возможность реагировать на повышение цен. С точки зрения спроса, как отмечалось выше, снижение топливных и иных субсидий на мировом уровне также позволит повысить эластичность спроса на нефть по ценам (в абсолютном стоимостном выражении), что будет способствовать корректировке рынка нефти и приведет к снижению изменчивости цены на нефть.

В отношении мер, направленных на снижение рисков, связанных с наихудшим развитием ситуации с дефицитом нефти, широко обсуждается вопрос о том, следует ли заранее сократить потребление нефти (с помощью налогов или поддержки в сфере разработки и развертывания новых нефтесберегающих технологий) и стимулировать использование альтернативных источников энергии. Сторонники этого подхода утверждают, что такого рода вмешательство, если оно хорошо продумано, позволит постепенно снизить спрос на нефть, смягчая несоответствия между спросом и предложением, и тем самым уменьшить опасность наихудшего развития ситуации.

Существует, однако, несколько проблем, которые должны быть решены до проведения мероприятий по сокращению потребления нефти. Такого рода вмешательства имеют свою стоимость, а их чистые выгоды требуют оценки. Например, сокращение потребления нефти путем повышения налогов может привести к снижению темпов экономического роста и благосостояния в период, предшествующий возникновению серьезного дефицита нефти. Затраты и выгоды сложно рассчитать. Это связано главным образом с тем, что чистые выгоды в конечном итоге зависят от вероятности наступления значительно более серьезного дефицита и приведенной стоимости ожидаемых затрат, сопряженных с повышением дефицита нефти, количественно оценить которые весьма непросто.

Наконец, имитационные модельные расчеты указывают на то, что устойчивые шоки предложения нефти могут означать резкое увеличение мировых потоков капитала и рост дисбалансов счета текущих операций. Как следствие, еще большее значение приобретает укрепление мирового сотрудничества с целью снижения рисков, связанных с ростом дисбалансов счета текущих операций и крупных потоков капитала в страны с формирующимся рынком. Достижение устойчивого прогресса

<sup>35</sup>В работе Coady et al. (2010) анализируются последние тенденции в сфере топливных субсидий и обсуждаются возможности политики с точки зрения защиты уязвимых слоев населения при одновременной защите состояния государственных финансов.

<sup>36</sup>См. обсуждение этого вопроса в Jones and Keen (2009).

в реформировании финансового сектора также должно сыграть важную роль, поскольку эффективное посредничество при осуществлении этих потоков капитала будет иметь первостепенное значение для обеспечения финансовой стабильности.

### Приложение 3.1. Фильтрация событий с низкой частотой с целью выделения тенденций циклов деловой активности

Методы фильтрации позволяют добиться постепенных изменений долгосрочных тенденций, а также циклов различной частоты. Идеальный полосовой фильтр, который изолирует только заранее определенные частоты, использует при расчете весов фильтра бесконечное число опережений и лагов. Однако на практике должно использоваться конечное число опережений и лагов, поэтому необходимо принимать решение об их усечении. В Christiano and Fitzgerald (2003) предложены асимметричные фильтры, преимущество которых является то, что они позволяют рассчитывать циклические компоненты для всех наблюдений в начале и в конце диапазона данных<sup>37</sup>. Поскольку нас интересует, формируется ли долгосрочный цикл в последние годы выборки данных, было решено использовать этот асимметричный фильтр Кристиано и Фицджеральда для расчета долгосрочных компонентов в конце нашей выборки данных с поправками на временные ряды I(1), к которым относятся ряды, описывающие динамику нефти, природного газа и угля.

### Приложение 3.2. Эмпирические модели для энергоресурсов и нефти Модель для энергоресурсов

Оценивается следующая зависимость, где  $i$  означает страну, а  $t$  означает год:

$$e_{it} = \alpha_i + P(y_{it}) + u_{it}, \quad (3.1)$$

где  $e$  — энергоресурсы на душу населения;  $y$  — реальный ВВП на душу населения;  $P(y)$  — полином третьего порядка; фиксированные эффекты учитываются с помощью  $\alpha_i$ .

<sup>37</sup>Описываемые выше результаты весьма устойчивы к увеличению числа наблюдений, входящих во временные ряды, путем их прогнозирования, которое осуществляется на основе модели авторегрессионного интегрированного скользящего среднего (ARIMA) или модели случайных блужданий, и использованию большего числа опережений для фильтрации в конце периодов фактической выборки.

### Модель для нефти

Оценивается следующее уравнение спроса на нефть:

$$o_{it} = \alpha_i + \lambda_t + \rho o_{it-1} + \beta \log(p_{it}) + \gamma \Delta \log(y_{it}) + P(y_{it}) + u_{it}, \quad (3.2)$$

где  $o$  — нефть на душу населения;  $y$  — реальный ВВП на душу населения, оцененный в паритетах покупательной способности;  $P()$  — полином третьего порядка;  $p$  — реальная цена на нефть в местной валюте; фиксированные эффекты учитываются с помощью  $\alpha_i$ ;  $\lambda_t$  представляют собой условные переменные времени<sup>38</sup>. Ни в одном из уравнений, представленных выше, не использовались условные переменные времени; однако условные переменные применялись в качестве альтернативы разбивке выборки на периоды до и после 1990-х годов, чтобы протестировать большой структурный сдвиг.

При оценке уравнений в условиях высоких и низких цен на нефть мы используем логарифмические разности производства нефти и цен на нее. В этом случае, с учетом того, что модель выражена в темпах роста, инерционность во времени в данных отсутствует.

### Проблемы идентификации

Как разъясняется в основном тексте, при оценке уравнения спроса необходимо преодолеть такой недостаток, как понижающее смещение эластичности по ценам. Здесь мы решаем эту проблему, объясняя, каким образом межстрановое измерение позволяет сократить типичное смещение, и описываем результаты теста на проверку устойчивости оценок.

Типичная проблема заключается в том, что шок, затрагивающий уравнение спроса, меняя общее количество запрашиваемого продукта, воздействует на цену. Это указывает на наличие положительной корреляции между ценой и остаточным членом, что приводит к понижающему смещению оценки. Однако мы оцениваем не совокупную кривую спроса на нефть, а множество кривых спроса

<sup>38</sup>В Организацию экономического сотрудничества и развития (ОЭСР) входят Австралия, Австрия, Бельгия, Великобритания, Германия, Греция, Дания, Ирландия, Испания, Италия, Канада, Корея, Люксембург, Нидерланды, Новая Зеландия, Португалия, Сингапур, США, Финляндия, Франция, Швейцария, Швеция и Япония. «Остальные страны» — это страны-члены ОЭСР плюс Аргентина, Бангладеш, Болгария, Бразилия, бывший Советский Союз, Венгрия, Гонконг, САР, Египет, Индия, Индонезия, Китай, Колумбия, Малайзия, Мексика, Пакистан, Перу, Польша, Румыния, Таиланд, Тайвань, провинция Китая, Турция, Филиппины, Чили и ЮАР. К числу стран-экспортеров нефти относятся Алжир, Венесуэла, Исламская Республика Иран, Катар, Кувейт, Норвегия, ОАЭ и Саудовская Аравия.

**Таблица 3.2. Эластичность спроса на нефть по ценам и доходам, включая страны-экспортеры нефти**  
(Подвыборка, 1990–2009 годы)

	Краткосрочная эластичность		Долгосрочная эластичность	
	Цена	Доход	Цена	Доход
Страны-члены ОЭСР <sup>1</sup> , страны, не входящие в ОЭСР, и крупные страны-экспортеры нефти	-0,017 [-0,028, -0,006]	0,676 [0,551, 0,801]	-0,067 [-0,132, -0,005]	0,474 [0,210, 0,753]
Крупные страны-экспортеры нефти	-0,001 [-0,028, 0,025]	0,565 [0,424, 0,703]	-0,018 [-0,368, 0,337]	2,751 [1,246, 4,552]

Источник: расчеты персонала МВФ.

Примечание. Медианные коэффициенты эластичности и доверительные интервалы, которые приведены в скобках и показывают 10-й и 90-й процентиля распределения, оценены с помощью моделирования методом Монте-Карло. Долгосрочные коэффициенты эластичности рассчитаны на основе 20-летнего горизонта. Данные по странам-членам ОЭСР и странам, не входящим в ОЭСР, см. в таблице 3.1.

<sup>1</sup>ОЭСР = Организация экономического сотрудничества и развития.

для каждой страны. Большинство этих стран малы по сравнению с величиной рынка нефти; следовательно, шок спроса на нефть в типичной стране оказывает лишь небольшое воздействие на цены. Для достижения большей точности можно разбить шок спроса на нефть в стране *i* на специфический компонент (конкретный для данной страны) и общий компонент, который присутствует во всех странах (общий). Специфические шоки не оказывают воздействия на цены на нефть по построению. Примеры таких шоков включают изменения нормативных актов, касающихся энергетической отрасли, налоговых кодексов, структуры промышленности и всякого рода энергетических субсидий. Если эти изменения не связаны между собой в разных странах, они представляют собой специфические шоки спроса на нефть. Общие шоки оказывают воздействие на цены на нефть и вносят понижающее смещение. Но поскольку мы учитываем рост ВВП, трудно представить какие-либо другие общие шоки. Потенциальным претендентом для такого рода шоков является шок спроса, порождаемый мотивом предосторожности, что недавно было указано в Kilian (2009). Однако предполагается, что такие шоки обладают небольшой инерционностью; следовательно, при годовой частоте измерения данных их воздействие на потребление нефти невелико. Иными словами, имеются причины полагать, что общие шоки, если не считать мирового цикла деловой активности, играют незначительную роль. Поэтому понижающее смещение наших оценок должно быть небольшим.

Чтобы подтвердить это допущение, мы оценили наше уравнение еще раз, используя временной ряд цен Cavallo and Wu (2006), основанных на шоках предложения нефти, вместо ряда фактических цен на нефть<sup>39</sup>. Этот временной ряд был построен с использованием только шоков предложения нефти,

<sup>39</sup>Временной ряд логарифмических изменений цены на нефть был предоставлен Тао Ву.

которые были выявлены с помощью описательного подхода в ходе изучения ежедневных событий, связанных с рынком нефти и происходивших в 1984–2007 годах. В принципе этот подход позволяет устранять колебания цен, обусловленные шоками спроса на нефть, тем самым устраняя описанное выше понижающее смещение.

Оценка нашей модели за период 1990–2007 годов с использованием временного ряда цен Кавалло-Ву (КВ) и нашего прежнего ряда цен (старая модель) свидетельствует о поразительном сходстве оцененных в обоих случаях коэффициентов. Новые и старые коэффициенты эластичности по ценам статистически не отличаются друг от друга<sup>40</sup>. Также следует отметить, что оценка эластичности по ценам в модели КВ более точна, чем наша оценка, что подтверждает правильность избранной нами идентификационной стратегии. Если бы описательный подход КВ улавливал только бессмысленный шум, то оцененный с его помощью коэффициент (и, следовательно, эластичность по ценам на нефть) статистически существенно не отличалась бы от нуля.

### Роль крупных экспортеров нефти

Доля региона экспортеров нефти в ее мировом потреблении возросла с 4 процентов в 1980 году до примерно 9 процентов в 2009 году. С учетом особенностей этого региона, если эта доля и впредь будет расти, перспективы рынка нефти могут ухудшиться. В таблице 3.2 показана эластичность, оцененная для этой группы стран. Соответствующие коэффициенты эластичности по ценам статистически незначимы. В этом нет ничего неожиданного: субсидирование нефтепродуктов и сильный эффект благосостояния, связанный с колебаниями цены на нефть, изменяют обычную взаимосвязь между ценами и спросом.

<sup>40</sup>99-процентные доверительные интервалы обеих оценок перекрываются.



**Таблица 3.3. Эластичность спроса на нефть по ценам и доходам в расширенной выборке**

(Полная выборка, 1965–2009 годы)

	Краткосрочная эластичность		Долгосрочная эластичность	
	Цена	Доход	Цена	Доход
Страны-члены ОЭСР <sup>1</sup>	-0,039 [-0,044, -0,033]	0,704 [0,603, 0,803]	-0,576 [-0,673, -0,489]	-0,385 [-0,567, -0,208]
Страны, не входящие в ОЭСР	-0,010 [-0,015, -0,006]	0,741 [0,663, 0,818]	-0,131 [-0,196, -0,070]	0,589 [0,382, 0,777]

Источник: расчеты персонала МВФ.

Примечание. Медианные коэффициенты эластичности и доверительные интервалы, которые приведены в скобках и показывают 10-й и 90-й процентиля распределения, оценены с помощью моделирования методом Монте-Карло. Долгосрочные коэффициенты эластичности рассчитаны на основе 20-летнего горизонта.

<sup>1</sup>ОЭСР = Организация экономического сотрудничества и развития.

В стране-экспортере нефти рост цен на нефть может легко привести к росту спроса на нее.

Еще одним разительным отличием этого региона от всех остальных является высокое значение долгосрочной эластичности по доходам: 1-процентное повышение дохода сопровождается повышением потребления нефти на 2,7 процента! Это обстоятельство, возможно, отражает отсутствие у этих стран стимулов к внедрению нефтесберегающих технологий.

В целом, даже несмотря на то, что доля экспортеров нефти в ее потреблении по-прежнему невелика, они оказывают влияние на совокупные результаты, полученные для всех трех групп. В частности, долгосрочная эластичность по доходам, хотя и меньше краткосрочной, составляет в настоящее время 0,47, тогда как в прошлом она равнялась 0,29. Медианная оценка эластичности по ценам понизилась лишь незначительно, однако неопределенность, связанная с этой оценкой, стала гораздо сильнее.

### Расширенная выборка, 1965–2009 годы

Как показано в таблице 3.3, эластичность по ценам выше, особенно в странах-членах ОЭСР, что подтверждает аргумент, выдвинутый в основном тексте. Кроме того, поскольку «крупный сдвиг» произошел в период, когда многие страны-члены ОЭСР демонстрировали относительно высокие темпы роста ВВП на душу населения, мы также наблюдаем изменение знака (с отрицательного на положительный) перед коэффициентом долгосрочной эластичности по доходам между двумя выборками: экономический рост позволил внедрить нефтесберегающие капитальные товары и технологии. Схожие результаты получаются при использовании условных переменных времени для начала 1980-х годов, чтобы учесть крупный сдвиг.

### Высокие и низкие цены на нефть

Чтобы проанализировать, способствуют ли высокие цены на нефть замещению нефти в большей

**Таблица 3.4. Краткосрочная эластичность спроса на нефть по ценам и доходам в условиях высоких и низких цен на нефть**

(Подвыборка, 1990–2009 годы)

	Цена	Доход
Высокие цены на нефть	-0,038 [-0,070, -0,006]	0,649 [0,466, 0,832]
Низкие цены на нефть	*	0,786 [0,667, 0,904]

Источник: расчеты персонала МВФ.

Примечание. \* показывает, что значение коэффициента статистически существенно не отличается от нуля. Медианные коэффициенты эластичности и доверительные интервалы, которые приведены в скобках и показывают 10-й и 90-й процентиля распределения, оценены с помощью моделирования методом Монте-Карло. Долгосрочные коэффициенты эластичности рассчитаны на основе 20-летнего горизонта.

степени, чем низкие цены на нефть, мы разбили выборку на периоды высоких и низких цен на нефть (которые были определены как цены выше и ниже средней по выборке). Результаты (см. таблицу 3.4) указывают на то, что в периоды низких цен на нефть эластичность по ценам статистически существенно не отличается от нуля; единственная переменная, которая играет роль в уравнении спроса на нефть — это рост ВВП. Напротив, в периоды высоких цен на нефть эластичность по ценам оказывается гораздо выше, на уровне 0,38, и статистически существенно отличается от нуля. В то же время краткосрочная эластичность по доходам оказывается несколько ниже.

Этот результат также свидетельствует о том, что при низких ценах на нефть их колебания оказывают лишь незначительное влияние на решения, принимаемые домохозяйствами и предприятиями, учитывая, что они не оказывают сколько-нибудь существенного воздействия на их совокупные расходы. Однако когда цены уже находятся на высоком уровне, дальнейшее их повышение может привести к тому, что гораздо большее число домохозяйств и предприятий прекратит использовать более нефтесберегающие технологии и оборудование и (или) изменит свое поведение.

### Вставка 3.1. Ограничения жизненного цикла на мировую добычу нефти

Залежи нефти имеют жизненный цикл, который состоит из трех основных фаз: молодость, зрелость и упадок. В данной вставке обсуждаются эти стадии жизненного цикла и их воздействие на перспективы мирового предложения нефти.

После открытия и разработки месторождения нефти вступают в период молодости, в течение которого объем добычи увеличивается. На стадии зрелости объем добычи достигает своего пика и начинает сокращаться. Протекание стадии зрелости различается на разных месторождениях. На некоторых месторождениях объем добычи стабилизируется на своем пиковом значении и начинает снижаться лишь гораздо позднее.

Жизненный цикл отражает сочетание геологических, технологических и экономических факторов. С геологической точки зрения, существует такое природное явление, как снижение давления в пласте или протечки воды, когда значительная часть нефти, содержащейся в залежах, уже извлечена. Технологическое вмешательство может повлиять на момент достижения пика и темпы снижения добычи благодаря методам вторичной и повышенной эксплуатации, хотя применение этих методов сопряжено с затратами, величина которых обычно растет по мере истощения запасов<sup>1</sup>. В какой-то момент предотвращение спада становится слишком дорогостоящим вследствие применения все более интенсивного вмешательства.

Теория жизненного цикла находит хорошее подтверждение на уровне отдельных нефтяных залежей и месторождений<sup>2</sup>. Широко обсуждается вопрос о том, можно ли обобщить теорию жизненного цикла для региональной или даже мировой добычи нефти. Обобщением этой теории является предположение о том, что мировая добыча нефти уже достигла своего пика или достигнет его в среднесрочной перспективе. Однако такого рода предположения о достижении пика зависят от дополнительных допущений.

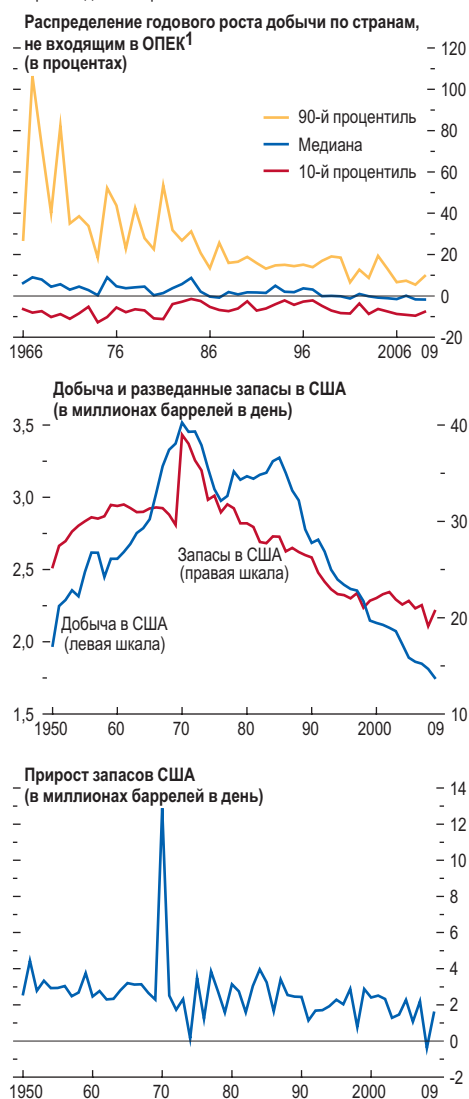
Автором данной вставки является Томас Хелблинг.

<sup>1</sup> Данные затраты включают капитальные затраты (значительные инвестиции в подготовительные работы, в частности повышенная эксплуатация) и операционные затраты, включающие затраты на газ или воду, используемые в процессе добычи.

<sup>2</sup> Месторождение — это совокупность залежей, которые расположены в географической близости друг от друга и имеют единую геологическую структуру. Работа Sorrell et al. (2010) содержит подробный обзор фактов, касающихся жизненного цикла добычи нефти.

#### Рисунок 3.1.1. Жизненный цикл мировой добычи нефти

Многие гигантские месторождения нефти достигли периода зрелости. Однако темпы сокращения добычи нефти остаются относительно низкими, поскольку достаточно высокая предельная отдача от дополнительного бурения позволяет поддерживать дальнейшие инвестиции в разведку и производство нефти.



Источники: BP, *Statistical Review of World Energy*, июнь 2010 года; Управление энергетической информации США; расчеты персонала МВФ.  
<sup>1</sup> ОПЕК = Организация стран-экспортеров нефти.

### Вставка 3.1 (продолжение)

Первое допущение состоит в том, что сначала открываются крупные месторождения нефти. Отчасти представляется, что это допущение подтверждается данными за прошлые годы (рис. 3.1.1, верхняя панель). В самом деле, «гигантские» месторождения в США, на Ближнем Востоке и в России, открытые до 1970-х годов, в течение многих десятилетий были «становым хребтом» мировой добычи нефти (IEA, *World Energy Outlook*, 2008). Многие из этих месторождений достигли своей зрелости, поэтому сторонники гипотезы о пике добычи нефти рассуждают следующим образом: поскольку новые крупные месторождения вряд ли уже будут открыты, чтобы компенсировать снижение добычи из имеющихся крупных месторождений, нам потребовалось бы невероятно высокими темпами открывать мелкие месторождения.

Однако мнения относительно масштабов будущих открытий сильно расходятся. Согласно последним оценкам Геологической службы США, выпущенным в 2000 году и являющимся стандартным источником информации по этой теме, в недрах имеется еще от 1 до 2,7 трлн баррелей традиционной нефти, которые технически могут быть извлечены. Такой размах оценок отражает различные вероятности, присваиваемые открытию новых залежей нефти, которые технически могут быть извлечены, и росту разведанных запасов в уже разрабатываемых месторождениях<sup>3</sup>. Нижняя граница диапазона отражает объем нефти, который технически может быть извлечен, и представляет собой в основном разведанные на настоящий момент запасы. Тот факт, что по-прежнему открываются важные месторождения нефти, а многие перспективные районы до сих пор не были детально исследованы, наводит на мысль, что эта нижняя граница может рассматриваться скорее как пессимистичная оценка базисных прогнозов.

Второе допущение касается степени сдерживающего влияния снижения добычи на зрелых месторождениях. Основной вопрос состоит в том,

<sup>3</sup>В прошлом важным источником роста измеренных запасов являлось обновление оценок запасов, происходящее благодаря поступлению новых данных о свойствах залежей и эффективности установленного капитала после начала добычи. Накопленный объем добычи на многих месторождениях, которые все еще находятся в процессе эксплуатации, намного выше первоначальных оценок запасов.

может ли прошлая динамика так называемых наблюдаемых темпов снижения служить надежной основой для прогнозов. Существует различие между естественным темпом снижения добычи, то есть темпом, не учитывающим вмешательство после достижения пика, и управляемым темпом снижения, предполагающим последующее вмешательство. Некоторые аналитики полагают, что сколько-нибудь значительно изменить динамику по сравнению с тем, что наблюдалось в прошлом, не удастся. По их мнению, взвешенные по объему мировые темпы снижения добычи, которые, согласно текущим оценкам, составляют около 4 процентов, в будущем повысятся по мере ускоренного достижения зрелости крупными месторождениями. Однако наблюдаемые темпы снижения зависят от технологии и инвестиций, то есть от факторов, которые обычно не учитываются в методах подгонки кривых, используемых для прогнозирования темпов падения добычи. Использование технологий вторичной и повышенной эксплуатации является дорогостоящим, поэтому инвестиции в управление спадом добычи будут зависеть от существующих и предполагаемых рыночных условий. Учитывая низкий уровень цен на нефть в середине 1980-х и в начале 2000-х годов, вполне возможно, что прогнозы, основанные на прошлой динамике, в условиях высоких цен выполняться не будут. Исходя из перспектив продолжающегося быстрого роста цен на нефть, управление месторождениями и попытки повысить темпы добычи, скорее всего, будут играть более важную роль, чем в прошлом, что означает более низкие темпы падения мировой добычи. Кроме того, технический прогресс привел к улучшению возможностей интенсификации добычи при более низких затратах.

Опыт США в области добычи нефти дает основания для сдержанного оптимизма. Объем добычи нефти в США достиг своего пика в 1970 году, что подтвердило прогнозы некоторых геологов (средняя панель)<sup>4</sup>. Это согласуется с мнением, что если спад уже начался, его трудно преодолеть. Тем не менее, в целом объем добычи нефти в США сократился до уровня ниже прогнозируемого на основе подгонки кривых уровня (см. Lynch, 2002).

<sup>4</sup>Широко известен прогноз покойного М. Кинга Хабберта о том, что в 48 континентальных штатах США пик добычи будет достигнут в период 1965–1970 годов.

**Вставка 3.1 (окончание)**

Средние темпы падения держались на уровне 1 процента в год начиная с 1970-х годов.

Относительно низкие темпы падения отражают воздействие ряда факторов. Наиболее важный из них, предельная отдача от дополнительного бурения, измеряемая приростом запасов, достаточно высока, чтобы поддерживать продолжающуюся разведку и инвестиции в нефтяную отрасль (нижняя панель рисунка). Это происходит несмотря на предположение о том, что по мере расширения уже разведанной и разработанной территории открытие и разработка должны приносить все меньший прирост запасов — такова должна быть ситуация в США<sup>5</sup>. Наконец, опыт США также указывает на важность влияния рыночных условий и стимулов на разведку и инвестиции, а также значение относительно низких входных барьеров в нефтяной

<sup>5</sup>В широко известной модели Pindyck (1978) дополнительное бурение и разработка характеризуются положительной предельной отдачей. Однако эти выгоды от дополнительных инвестиций должны быть взвешены с предельными затратами, связанными с убывающей отдачей всех прежних усилий по разведке и разработке. Предполагается, что эти затраты растут пропорционально накопленным прежним усилиям (см., например, Uhler, 1976, или Pesaran, 1990).

отрасли<sup>6</sup>. Под действием этих факторов разведка и последующая разработка месторождений сильно реагируют на ценовые сигналы<sup>7</sup>. Разведывательная деятельность в США проводится более активно, чем в ряде районов, обладающих большим потенциалом.

Можно сделать вывод, что жизненный цикл добычи нефти налагает ограничения на мировую добычу. Главными причинами, лежащими в основе этих ограничений, являются почти синхронное приближение к стадии зрелости крупных месторождений нефти, которые служат «становым хребтом» мировой добычи. Тем не менее, важные вопросы, касающиеся силы этих ограничений, остаются открытыми. Опыт США свидетельствует о том, что управляемое снижение добычи возможно, особенно в регионах с крупными или многочисленными месторождениями, в том числе, например, в Саудовской Аравии. Этот опыт также подчеркивает опасность ограничения инвестиций в нефтяную отрасль, так как это может препятствовать процессу разведки и разработки.

<sup>6</sup>Kaufmann (1991) отмечает, что условия рынка нефти в значительной степени объясняют отклонения фактической добычи нефти от уровня, прогнозируемого так называемыми кривыми Хабберта.

<sup>7</sup>Dahl and Duggan (1998) обобщили фактические данные.

### Вставка 3.2. Природный газ из нетрадиционных источников. Изменит ли он правила игры?

Сланцевый газ превратился в крупный новый источник природного газа в США, и имеет потенциал стать новым источником энергии в других странах, что может иметь серьезные последствия для рынков газа во всем мире. На долю этого нового источника энергии приходится примерно половина общей добычи газа в США в 2010 году (см. рис. 3.2.1) и три четверти мировой добычи газа из нетрадиционных источников (U.S. EIA, *International Energy Outlook*, 2010). В данной вставке обсуждаются потенциал и ограничения недавней «революции сланцевого газа».

Запасы природного газа делятся на имеющие традиционные и нетрадиционные источники происхождения в зависимости от технологии, необходимой для их добычи. Традиционный газ находится либо в легкодоступных газовых залежах, либо в нефтяных скважинах. Запасы природного газа из нетрадиционных источников включают газ в плотных породах, газ из угольных пластов и сланцевый газ, причем добыча этих видов газа требует использования более продвинутых технологий. Сланцевый газ — это природный газ, заключенный глубоко в осадочных породах и рассеянный по относительно большой территории. О существовании залежей газа из нетрадиционных источников известно уже давно. Однако

Авторами данной вставки являются Реда Шериф и Анатакришнан Прасад.

технология рентабельной добычи такого газа в широких масштабах появилась лишь в последнее десятилетие<sup>1</sup>.

Мировые запасы газа из нетрадиционных источников, которые включают до сих пор не разработанные или не разведанные залежи газа, относительно возможностей добычи которого пока существует более высокая неопределенность, намного превышают запасы обычного природного газа (таблица 3.2.1)<sup>2</sup>. В 2008 году на долю газа из нетрадиционных источников приходилось 12 процентов общего объема добычи природного газа, причем, как ожидает Международное энергетическое агентство, к 2030 году этот показатель должен возрасти до 15 процентов (*World Energy Outlook*, 2009). Однако имеется достаточно возможностей для дальнейшего расширения. При текущих темпах роста мировой добычи газа объем разведанных на настоящий момент мировых запасов (из традиционных и нетрадиционных источников) может поддерживать

<sup>1</sup>Добыча газа из нетрадиционных источников обычно предполагает горизонтальное бурение и гидравлический разрыв пласта (осуществление разрывов в скальной породе и впрыскивание в них жидкости для повышения ее водопроницаемости).

<sup>2</sup>По оценкам, примерно 380 трлн кубических метров (380 ткм) ресурсов из нетрадиционных источников обладают высокой степенью извлекаемости (IEA, *World Energy Outlook*, 2010). Объем остальных извлекаемых запасов традиционного газа составляет, по оценкам, 400 ткм.

**Таблица 3.2.1. Природный газ из нетрадиционных источников, 2009 год**

(В триллионах кубометров)

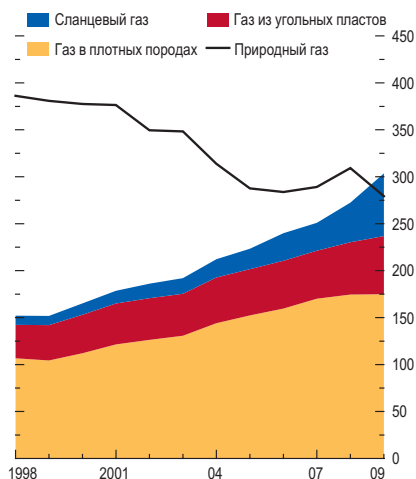
	Газ в плотных породах	Газ из угольных пластов	Сланцевый газ	Всего
Ближний Восток и Северная Африка	23	0	72	95
Африка к югу от Сахары	22	1	8	31
Бывший Советский Союз	25	112	18	155
Азиатско-тихоокеанский регион	52	48	174	274
Центральная Азия и Китай	10	34	100	144
Страны Азиатско-тихоокеанского региона, входящие в состав ОЭСР	20	13	65	98
Южная Азия	6	1	0	7
Другие страны Азиатско-тихоокеанского региона	16	0	9	25
Северная Америка	39	85	109	233
Латинская Америка	37	1	60	98
Европа	12	7	15	34
Центральная и Восточная	2	3	1	6
Западная	10	4	14	28
Весь мир	210	254	456	920

Источник: Международное энергетическое агентство, *World Energy Outlook* (2009).

<sup>1</sup>ОЭСР = Организация экономического сотрудничества и развития.

### Вставка 3.2 (продолжение)

**Рисунок 3.2.1. Предложение природного газа в США, 1998–2009 годы**  
(В млрд кубометров)



Источники: Международное энергетическое агентство; Управление энергетической информации США; расчеты персонала МВФ.

текущий уровень добычи еще 58 лет (IEA, *World Energy Outlook*, 2009)<sup>3</sup>, тогда как совокупных ресурсов может хватить для сохранения текущего уровня добычи в течение 250 лет.

Добыча сланцевого газа до сих пор осуществлялась только в США, однако интерес к эксплуатации нетрадиционных источников газа растет во всем мире. В ряде стран, в том числе в Австралии, Австрии, Великобритании, Венгрии, Германии, Индии, Канаде, Китае, Польше и Саудовской Аравии, уже началась разведка потенциально крупных запасов сланцевого газа.

В некоторых странах оценка рентабельности запасов и разработка ресурсной базы могут занять до десяти лет. Имеется ряд проблем технического и политического характера: добыча сланцевого газа требует бурения скважин

<sup>3</sup>Ближневосточный и североафриканский регионы располагают более чем 40 процентами разведанных мировых запасов газа, а также возможностью новых открытий. В Иране, Катаре и России находится примерно половина разведанных мировых запасов газа.

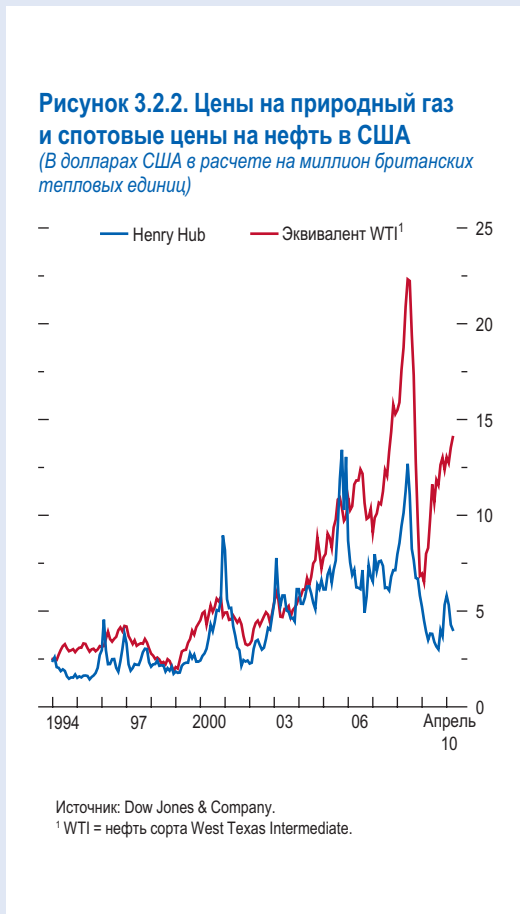
на больших территориях, которые в ряде случаев могут пересекать национальные границы, затрагивать большое число местных жителей и, наконец, вызывать сопротивление со стороны защитников окружающей среды, поскольку существует опасность заражения грунтовых вод жидкостями, используемыми для гидравлического разрыва пластов. Например, в Европе, где наблюдается высокая плотность населения и существуют многочисленные национальные границы, могут возникнуть трудности в связи с регулированием выдачи разрешений на эксплуатацию месторождений. Тем не менее, некоторые восточноевропейские страны, в частности Польша, активно исследуют свой потенциал. Китай планирует добычу сланцевого газа на уровне 30 млрд кубических метров в год, что составляет примерно половину потребления природного газа этой страной в 2009 году.

Долгосрочные предельные затраты и роль сланцевого газа в структуре энергетики трудно спрогнозировать. Добыча сланцевого газа характеризуется высокими начальными темпами роста, после чего следует резкое падение<sup>4</sup>. Поэтому рыночная цена должна покрывать относительно высокие операционные затраты (по сравнению с затратами на добычу традиционного природного газа) и обеспечивать быструю амортизацию инвестиций. Согласно исследованию Массачусетского технологического института (MIT, 2010), цена, при которой достигается безубыточный уровень добычи сланцевого газа, должна составить от 4 до 8 долл. США за 1 млн кубических футов (в постоянных ценах 2007 года). До сих пор эталонная для США спотовая цена на природный газ (Henry Hub) колебалась в пределах этого интервала, хотя она и остается гораздо ниже докризисных уровней. В результате объем добычи продолжает быстро расти, несмотря на обеспокоенность, вызванную воздействием текущих низких цен.

Быстрый рост предложения сланцевого газа частично объясняет происходящий в последнее время в США разрыв связи между ценами на природный газ и ценами на нефть. Если бы-

<sup>4</sup>Средний темп падения (взвешенный с учетом объемов добычи) газового сланца из горизонтальных шахт месторождения Барнетт составляет 39 процентов во втором году и 50 процентов в третьем году по сравнению с первым годом (IEA, *World Energy Outlook*, 2009).

**Вставка 3.2 (окончание)**



цены за единицу энергии были одинаковыми, то цена на природный газ составляла бы одну шестую от стоимости барреля нефти. На рис. 3.2.2 показано, что этот паритет держался на спотовом рынке США до конца 2005 года. С тех пор газ стал дешевле нефти, указывая на ограниченные возможности арбитража в связи с тем, что газ и нефть не являются полноценными заменителями во многих сферах применения, наилучшим примером чего является транспорт.

**Таблица 3.2.2. Структура оптовых операций с газом в США и Европе, 2007 год**  
(В процентах)

	Спотовые рыночные цены	Цены, привязанные к цене на нефть	Прочее
Северная Америка	98,7	0	1,3
Европа	22	72,2	5,8

Источник: Международное энергетическое агентство, *World Energy Outlook* (2009).

Рост предложения сланцевого газа в США привел к переориентации поставок сжиженного природного газа (СПГ) на другие рынки, в первую очередь Европы и Азии, что вызывает вопросы относительно традиционного договорного ценообразования. В Европе и Азии цены на газ по-прежнему индексируются исходя из цен на нефть в долгосрочных договорах (таблица 3.2.2), однако сочетание роста добычи сланцевого газа в США и увеличение предложения СПГ, а также рост мощностей по его сбыту за пределами Северной Америки могут привести к такому же разрыву связи между ценами на газ и нефть, как в США. Такое давление, оказываемое на заключение договоров, привело к появлению спотовых рынков, аналогичных существующим в США. Рост мощностей по транспортировке СПГ также способствовал ценовому арбитражу между рынками.

В заключение следует отметить, что сланцевый газ обладает достаточным потенциалом, чтобы изменить перспективы природного газа как первичного источника энергии, однако все еще сложно предсказать, в какой мере может быть реализован этот потенциал. Снижение относительных цен на газ, вероятно, приведет к росту рыночной доли природного газа в общем предложении первичной энергии, причем основную выгоду из этого должен извлечь энергетический сектор. Однако условием для реализации потенциала сланцевого газа в полной мере является его широкомасштабная добыча за пределами США.

### Вставка 3.3. Краткосрочное воздействие нефтяных шоков на экономическую активность

Краткосрочное воздействие на экономическую активность крупных неожиданных изменений цены на нефть (которые обычно называют нефтяными шоками) сложно оценить количественно, причем оно может довольно сильно отличаться от долгосрочного воздействия. Эти различия могут быть обусловлены как характером шока цены на нефть, так и совокупностью каналов краткосрочной передачи воздействия. В настоящей вставке рассматриваются эти вопросы и описывается, каким образом краткосрочное воздействие нефтяных шоков может отличаться от модельных имитационных расчетов, представленных в данной главе.

Характер шока цен на нефть является наиболее важной детерминантой его воздействия на экономическую активность. Если неожиданное повышение цен на нефть вызвано неожиданным бумом мирового экономического роста (шок спроса), то первоначально цены на нефть и темпы роста ВВП будут, скорее всего, двигаться в одном направлении: высокие цены ведут к замедлению первоначального бума, но не вызывают спада. Однако шоки предложения, которые обусловлены такими факторами, как временный перебой добычи нефти, вызванный геополитическими событиями или носящим постоянный характер уменьшением доступности нефти, скорее всего, приведут к повышению цен на нефть независимо от мировой экономической конъюнктуры и, в зависимости от масштабов перебоа поставок, могут вызвать потери объема производства<sup>1</sup>.

Ожидаемая продолжительность шока предложения, скорее всего, также скажется на его макроэкономических последствиях. Решения производителей и потребителей отчасти основываются на ожиданиях относительно будущих цен. В результате шок, который, как ожидается, будет временным (например, перебои поставок вследствие краткосрочных геополитических потрясений), повлияет на эти планы в меньшей степени, чем шок, который носит постоянный характер.

Основными авторами настоящей вставки являются Андреа Пескатори, Шон Роач и Джун Шик Кан.

<sup>1</sup>Спрос, обусловленный мотивом предосторожности, может усиливать эффект небольших нарушений поставок нефти или обеспокоенность относительно предложения нефти (Kilian, 2009).

В данной главе анализируется неожиданное снижение предложения, носящее постоянный характер, и делается вывод о его относительно благоприятном макроэкономическом воздействии в средне- и долгосрочной перспективе. Это не должно вызывать особого удивления; в такой перспективе доля нефти в производственных затратах должна определять большую часть воздействия, оказываемого шоком цены на нефть на ВВП. В частности, хотя нефть и является либо прямым, либо косвенным фактором производства многих конечных и промежуточных товаров (от духов до реактивного топлива), общая доля нефти в затратах, выраженная в процентах ВВП, довольно низка и составляет от 2 до 5 процентов в разных странах. В принципе для страны-импортера нефти эластичность ВВП относительно изменения цены на нефть, обусловленного шоком предложения, должна быть примерно равна эластичности доли затрат, иначе говоря, быть довольно небольшой. Кроме того, во всем мире, который включает и страны-экспортеры нефти, где рост цен на нефть стимулирует спрос на товары и услуги, воздействие может оказаться еще меньшим.

Однако в краткосрочной перспективе реакцию производства на неожиданный скачок цен на нефть могут в значительной мере определять иные факторы и каналы распространения. Эти каналы сложно учесть в большой модели, да и вряд ли они всегда играют столь важную роль на практике.

Первый канал связан с возможностью того, что скачки цен на нефть (особенно те, что обусловлены геополитическими событиями) увеличивают степень принятия риска как фирм, так и домашних хозяйств<sup>2</sup>. Рост неопределенности относительно будущих перспектив экономики может побудить фирмы и домашние хозяйства отложить принятие решений, которые потом будет сложно отменить, таких как наем работников, инвестирование и приобретение товаров длительного пользования. Финансовые рынки могут усилить эти эффекты, если несовершенство информации или стадное поведение на рынках

<sup>2</sup>В ряде исследований показано, что небольшое повышение вероятности очень маловероятных, но катастрофических событий (таких как дефицит нефти, политические беспорядки или закрытие отдельных отраслей) могут оказать огромное влияние на поведение людей.



**Вставка 3.3 (окончание)**

приводят к резкому сокращению ликвидности и резкой корректировке цен на активы.

Второй канал — это перераспределение факторов производства. Отрасли и фирмы, производящие нефтеемкую продукцию или использующие ее как вводимые ресурсы, особенно чувствительны к повышению цен на нефть. Некоторые из этих отраслей и фирм могут стать нерентабельными, если цены на нефть надолго останутся высокими. В результате этого может либо снизиться их норма прибыли, либо сократиться спрос на их продукцию, если повышение цен на нефть перекладывается на плечи потребителей<sup>3</sup>. На макроэкономическом уровне уход такого рода фирм с рынка предполагает перераспределение капитала и труда в другие отрасли, а этот процесс может занять некоторое время и вызвать большие невосполнимые затраты<sup>4</sup>. В более общем смысле отрицательный эффект широкомасштабных банкротств в сильно пострадавших от нефтяного шока отраслях может распространиться на всю экономику через корпоративные или банковские балансы активов и пассивов.

Ошибки в области политики также могут усилить эффекты шока предложения нефти. К примеру, денежно-кредитная политика может способствовать дестабилизации производства в результате ошибочных попыток борьбы с повышением темпов общей инфляции, вызванным временным повышением цен на нефть<sup>5</sup>. Ограничение цен может привести к рационарированию и дефицитам, что, вероятно, сыграло роль при усилении последствий нефтяного шока 1973 года<sup>6</sup>.

Количественная оценка краткосрочного воздействия нефтяных шоков на экономический

<sup>3</sup>Например, автомобильной промышленности США был нанесен серьезный ущерб в результате повышения цен на бензин в 2007–2008 годах.

<sup>4</sup>Перераспределение труда обычно сопровождается потерей человеческого капитала, с учетом того, что некоторые навыки носят специфический характер, зависящий от исполняемой работы. Капитальные блага одной фирмы могут оказаться менее производительными в другой или их перемещение может быть слишком дорогостоящим.

<sup>5</sup>Роль денежно-кредитной политики в усилении первоначального нефтяного шока по-прежнему является предметом споров (см. Hamilton, 1996; Bernanke, Gertler, and Watson, 1997, и Hamilton and Herrera, 2004).

<sup>6</sup>В особенности для бензина (см. Ramey and Vine, 2010).

**Таблица 3.3.1. Процентное воздействие 10-процентного повышения цены на нефть на темпы роста реального ВВП США год спустя в годовом исчислении**

	Пиковая реакция ВВП (в процентах)	Период выборки
<i>Предыдущий период выборки</i>		
Rotemberg-Woodford (1996)	-2,00	1948–80
Hamilton (1996)	-0,75	1948–73
Blanchard-Gali (2007)	-0,40	1970–83
<i>Последний период выборки</i>		
Hamilton (1996)	-0,20	1974–94
Kilian (2009) <sup>1</sup>	< -1,00	1975–2007
Blanchard-Gali (2007)	-0,15	1984–2007
Cavallo-Wu (2006)	-0,40	1984–2007

Источники: Blanchard and Galí (2007); Cavallo and Wu (2006); Hamilton (1996); Rotemberg and Woodford (1996); расчеты персонала МВФ.

Примечание. Временные ряды цен на нефть могут отличаться в разных исследованиях. Во всех исследованиях предполагается, что изменения цены на нефть вызвано шоками на стороне предложения нефти, а не мирового спроса.

<sup>1</sup>Расчеты персонала МВФ основаны на результатах, полученных в работе Kilian (2009).

рост остается чрезвычайно сложной проблемой, решение которой исследуется в эмпирической литературе (таблица 3.3.1). Определение характера шока (вызван ли он спросом или предложением) и оценка взаимодействия описанных выше каналов распространения шоков могут оказаться непростой задачей. Имеется и еще одна проблема, которая была порождена недавними структурными изменениями экономики. Например, широко признано, что недавний скачок цен на нефть повлиял на объем производства в меньшей степени, чем нефтяной шок 1970-х годов. Возможные объяснения этого таковы: недавнее повышение цен на нефть было обусловлено, прежде всего, спросом, денежно-кредитная политика предотвратила отрицательные эффекты второго раунда на заработную плату, негибкость реальной заработной платы уменьшилась и нефтеемкость экономики развитых стран значительно понизилась<sup>7</sup>. Разграничение шоков спроса от шоков предложения остается ключевой проблемой, с которой сталкиваются исследователи-эмпирики, пытающиеся получить количественную оценку взаимосвязи между ценами на нефть и экономической активностью.

<sup>7</sup>См. Blanchard Galí (2007) и Nakov and Pescatori (2010).

## ЛИТЕРАТУРА

- Adelman, Morris A., 1986, "Scarcity and World Oil Prices," *Review of Economics and Statistics*, Vol. 68 (August), pp. 387–97 (Cambridge, Massachusetts: MIT Press).
- , and G. C. Watkins, 2008, "Reserve Prices and Mineral Resource Theory," *The Energy Journal*, International Association for Energy Economics, Vol. 29 (Special Issue), pp. 1–16.
- Ayres, Robert U., 2007, "On the Practical Limits to Substitution," *Ecological Economics*, Vol. 61, No. 1, pp. 115–28.
- , and Benjamin Warr, 2005, "Accounting for Growth: The Role of Physical Work," *Structural Change and Economic Dynamics*, Vol. 16, No. 2, pp. 181–209.
- , 2010, *The Economic Growth Engine: How Energy and Work Drive Material Prosperity* (Cheltenham, United Kingdom: Edward Elgar).
- Bernanke, Ben, Mark Gertler, and Mark Watson, 1997, "Systemic Monetary Policy and the Effects of Oil Price Shocks," *Brookings Papers on Economic Activity: 1*, Brookings Institution, pp. 91–142.
- Blanchard, Olivier, and Jordi Galí, 2007, "The Macroeconomic Effects of Oil Shocks: Why Are the 2000s So Different from the 1970s?" NBER Working Paper No. 13368 (Cambridge, Massachusetts: National Bureau of Economic Research).
- British Petroleum, 2010, *Statistical Review of World Energy* (London, June).
- , 2011, *Energy Outlook 2030* (London, January).
- Cashin, Paul, C., John McDermott, and Alasdair Scott, 2002, "Booms and Slumps in World Commodity Prices," *Journal of Development Economics*, Vol. 69 (October 1), pp. 277–296.
- Cavallo, Michele, and Tao Wu, 2006, "Measuring Oil-Price Shocks Using Market-Based Information," Federal Reserve Bank of San Francisco Working Paper 2006-28 (San Francisco: Federal Reserve Bank of San Francisco). Available at [www.frbsf.org/publications/economics/papers/2006/wp06-28bk.pdf](http://www.frbsf.org/publications/economics/papers/2006/wp06-28bk.pdf).
- Christiano, Lawrence J., and Terry J. Fitzgerald, 2003, "The Band Pass Filter," *International Economic Review*, Vol. 44, No. 2, pp. 435–65.
- Clinton, Kevin, Michael Kumhof, Douglas Laxton, and Susanna Mursula, 2010, "Deficit Reduction: Short-Term Pain for Long-Term Gain," *European Economic Review*, Vol. 55, No. 1, pp. 118–39.
- Coady, David, Justin Tyson, John M. Piotrowski, Robert Gillingham, Rolando Ossowski, and Shamsuddin Tareqand, 2010, "Petroleum Product Subsidies: Costly, Inequitable, and on the Rise," IMF Staff Position Note10/05 (Washington: International Monetary Fund).
- Cooper, John, 2003, "Price Elasticity of Demand for Crude Oil: Estimates for 23 Countries," *OPEC Review*, Vol. 27, No. 1, pp. 1–8.
- Cuddington, John T., and Daniel Jerrett, 2008, "Super Cycles in Real Metals Prices?" *IMF Staff Papers*, Vol. 55, No. 4, pp. 541–65.
- Dahl, Carol A., and Thomas, E. Duggan, 1998, "Survey of Price Elasticities from Economic Exploration Models of US Oil and Gas Supply," *Journal of Energy Finance and Development*, Vol. 3, No. 2, pp. 129–69.
- Dargay, Joyce M., and Dermot Gately, 1995, "The Response of World Energy and Oil Demand to Income Growth and Changes in Oil Prices," *Annual Review of Energy and the Environment*, Vol. 20, pp. 145–78.
- , 2010, "World Oil Demand's Shift toward Faster Growing and Less Price-Responsive Products and Regions," *Energy Policy*, Vol. 38, pp. 6621–77.
- , and Hillard Huntington, 2007, "Price and Income Responsiveness of World Oil Demand by Product" (unpublished; New York: New York University Department of Economics). Available at [www.econ.nyu.edu/dept/courses/gately/OilDemand.pdf](http://www.econ.nyu.edu/dept/courses/gately/OilDemand.pdf).
- Dées, Stephane, Pavlos Karadeloglou, Robert K. Kaufmann, and Marcelo Sanchez, 2007, "Modelling the World Oil Market: Assessment of a Quarterly Econometric Model," *Energy Policy*, Vol. 35, No. 1, pp. 178–91.
- Federal Highway Administration, 2008, *Highway Statistics* (Washington: U.S. Department of Transportation).
- Finn, Mary G., 2000, "Perfect Competition and the Effects of Energy Price Increases on Economic Activity," *Journal of Money, Credit and Banking*, Vol. 32, No. 3, pp. 400–16.
- Freedman, Charles, Michael Kumhof, Douglas Laxton, Dirk Muir, and Susanna Mursula, 2010, "Global Effects of Fiscal Stimulus During the Crisis," *Journal of Monetary Economics*, Vol. 57, No. 5, pp. 506–26.
- Gately, Dermot, and Hillard Huntington, 2002, "The Asymmetric Effects of Changes in Price and Income on Energy and Oil Demand," *Energy Journal*, Vol. 23, No. 1, pp. 19–55.
- Goldman Sachs, 2010, *Global Energy: 280 Projects to Change the World*. (London: Goldman Sachs Group—Global Investment Research).
- Hall, Charles A. S., and Kent A. Klitgaard, forthcoming, *Energy and the Wealth of Nations: Understanding the Biophysical Economy* (Hamburg: Springer Verlag).
- Hamilton, James D., 1996, "This Is What Happened to the Oil Price-Macroeconomy Relationship," *Journal of Monetary Economics*, Vol. 38, pp. 215–20.
- , 2009, "Causes and Consequences of the Oil Shock of 2007–08," *Brookings Papers on Economic Activity* (Spring), pp. 215–61.

- , and Herrera, Ana M., 2004, “Oil Shocks and Aggregate Macroeconomic Behavior: The Role of Monetary Policy: A Comment,” *Journal of Money, Credit, and Banking*, Vol. 36, No. 2 (March), pp. 265–86.
- Helbling, Thomas, forthcoming, “Commodity Prices and the Global Economy—A Retrospective,” IMF Working Paper (Washington: International Monetary Fund).
- Hirsch, Robert L., Roger Bezdek, and Robert Wendling, 2005, *Peaking of World Oil Production: Impacts, Mitigation, and Risk Management* (Washington: U.S. Department of Energy).
- , 2010, *The Impending World Energy Mess* (Washington: Griffin Media Group, Apogee Prime).
- Hotelling, Harold, 1931, “The Economics of Exhaustible Resources,” *The Journal of Political Economy*, Vol. 39, No. 2, pp. 137–75.
- Huntington, Hillard, 2010, “Short- and Long-Run Adjustments in U.S. Petroleum Consumption,” *Energy Economics*, Vol. 32, No. 1, pp. 63–72.
- International Energy Agency (IEA), *World Energy Outlook*, various years (Paris).
- , 2010a, *Medium-Term Oil Market Report* (Paris: June, July).
- , 2010b, *Medium-Term Oil Market Report, Update* (Paris, December).
- Jones Benjamin, and Michael Keen, 2009, “Climate Policy and the Recovery,” IMF Staff Position Note 09/28 (Washington: International Monetary Fund).
- Kaufmann, Robert K., 1991, “Oil Production in the Lower 48 States: Reconciling Curve Fitting and Econometric Models,” *Resources and Energy*, Vol. 13, No. 1, pp. 111–27.
- Kilian, Lutz, 2009, “Not All Oil Price Shocks Are Alike: Distinguishing Demand and Supply Shocks in the Crude Oil Market,” *American Economic Review*, Vol. 99, No. 3, pp. 1053–69.
- Kumhof, Michael, and Douglas Laxton, 2007, “A Party without a Hangover? On the Effects of U.S. Government Deficits,” IMF Working Paper 07/202 (Washington: International Monetary Fund).
- , 2009, “Fiscal Deficits and Current Account Deficits,” IMF Working Paper 09/237 (Washington: International Monetary Fund).
- Kumhof, Michael, Dirk Muir, and Susanna Mursula, 2010, “The Global Integrated Monetary and Fiscal Model (GIMF)—Theoretical Structure,” IMF Working Paper 10/34 (Washington: International Monetary Fund).
- Kümmel, Reiner, forthcoming, *The Second Law of Economics: Energy, Entropy, and the Origins of Wealth* (Hamburg: Springer Verlag).
- , Julian Henn, and Dietmar Lindenberger, 2002, “Capital, Labor, Energy and Creativity: Modeling Innovation Diffusion,” *Structural Change and Economic Dynamics*, Vol. 13, No. 4, pp. 415–33.
- Lynch, Michael C., 2002, “Forecasting Oil Supply: Theory and Practice,” *The Quarterly Review of Economics and Finance*, Vol. 42, No. 2, pp. 373–89.
- Massachusetts Institute of Technology, 2010, *The Future of Natural Gas: Interim Report* (Cambridge, Massachusetts).
- Nakov, Anton A., and Andrea Pescatori, 2010, “Oil and the Great Moderation,” *The Economic Journal*, Vol. 120, No. 543, pp. 131–56.
- Pesaran, M. Hashem, 1990, “An Econometric Analysis of Exploration and Extraction of Oil in the U.K. Continental Shelf,” *The Economic Journal*, Vol. 100, No. 401, pp. 367–90.
- , and Hossein Samiei, 1995, “Forecasting Ultimate Resource Recovery,” *International Journal of Forecasting*, Vol. 11, No. 4, pp. 543–55.
- Pindyck, Robert S., 1978, “The Optimal Exploration and Production of Nonrenewable Resources,” *Journal of Political Economy*, Vol. 86, No. 5, pp. 841–61.
- Radetzki, Marian, 2006, “The Anatomy of Three Commodity Booms,” *Resources Policy*, Vol. 31, No. 1, pp. 56–64.
- Ramey, Valerie A., and Daniel J. Vine, 2010, “Oil, Automobiles, and the U.S. Economy: How Much Have Things Really Changed?” *NBER Macroeconomics Annual 2010*, Vol. 25 (Cambridge, Massachusetts: National Bureau of Economic Research).
- Rotemberg, Julio J., and Michael Woodford, 1996, “Imperfect Competition and the Effects of Energy Price Increases on Economic Activity,” *Journal of Money, Credit and Banking*, Vol. 28, No. 4, pp. 549–77.
- Shell, 2011, *Signals and Signposts: Energy Scenario to 2050* (The Hague: Royal Dutch Shell).
- Sillitoe, Richard H., 2000, “Exploration and Discovery of Base- and Precious-Metal Deposits in the Circum-Pacific Region—A Late 1990s Update,” *Resource Geology Special Issue*, No. 21.
- Slade, Margaret E., 1982, “Cycles in Natural-Resource Commodity Prices: An Analysis of the Frequency Domain,” *Journal of Environmental Economics and Management*, Vol. 9, No. 2, pp. 138–48.
- Sorrell, Steve, Richard Miller, Roger Bentley, and Jamie Speirs, 2010, “Oil Futures: A Comparison of Global Supply Forecasts,” *Energy Policy*, Vol. 38, No. 9, pp. 4990–5003.
- Uhler, Russell S., 1976, “Costs and Supply in Petroleum Exploration: The Case of Alberta,” *The Canadian Journal of Economics*, Vol. 9, No. 1, pp. 72–90.
- U.S. Energy Information Administration (EIA), *International Energy Outlook*, various years (Washington).
- Vansteenkiste, Isabel, 2009, “How Important Are Common Factors in Driving Non-Fuel Commodity Prices? A Dynamic Factor Analysis,” ECB Working Paper No. 1072 (Frankfurt: European Central Bank).



В настоящей главе анализируются международные потоки капитала за последние 30 лет, чтобы оценить их предсказуемость и их вероятную реакцию на изменения в глобальной макроэкономической ситуации. Было установлено, что потоки капитала характеризуются низкой стойкостью, а их изменчивость увеличивалась с течением времени. Если сравнивать различные страны, то чистые потоки в страны с формирующимся рынком являются несколько более изменчивыми, чем потоки в страны с развитой экономикой; что касается различных видов потоков, то потоки, ведущие к образованию долга, являются несколько более изменчивыми и менее стойкими, чем другие потоки. Чистые потоки капитала в страны с формирующимся рынком характеризуются высокой корреляцией с изменениями в глобальных условиях финансирования, они резко повышаются в периоды относительно низких мировых процентных ставок и низкой степени неприятия риска (или большей склонности к принятию риска) и сокращаются после окончания этих периодов. Кроме того, ужесточение денежно-кредитной политики в США ведет к заметно большему дополнительному спаду чистых потоков капитала в те страны, которые имеют прямые внешние финансовые позиции по отношению к США, по сравнению со странами, не имеющими таких финансовых позиций. Это дополнительное отрицательное влияние более значительно, когда повышение ставок в США является неожиданным, и оказывается более резким в случае стран с формирующимся рынком, которые сильнее интегрированы в мировые финансовые и валютные рынки, и меньше в случае стран с более емким финансовым рынком и относительно высокими показателями роста. И наконец, дополнительная реакция на изменения в денежно-кредитной политике США является более сильной в условиях низких мировых процентных ставок и низкой степени неприятия риска. Эти выводы предполагают, что когда, в конечном счете, в мире закончится период адаптивных условий финансирования, это в предельном случае приведет к сокращению чистых

Основными авторами данной главы являются Джон Блудорн, Рупа Дуттагупта (руководитель группы), Хайме Гуахардо и Петя Топалова при поддержке Анжелы Эспириту, Мурада Омоева, Энди Салазара и Джесси Янг.

потоков в страны с формирующимся рынком, характеризующиеся наличием прямых финансовых позиций по отношению к США, относительно стран, не имеющих таких позиций, хотя высокие показатели роста в этих странах могут компенсировать этот дополнительный отрицательный эффект. Таким образом, с дальнейшей интеграцией стран в мировые финансовые рынки важно проводить политику, направленную на поддержание внутреннего экономического и финансового потенциала стран, позволяющего им справляться с изменчивостью потоков капитала.

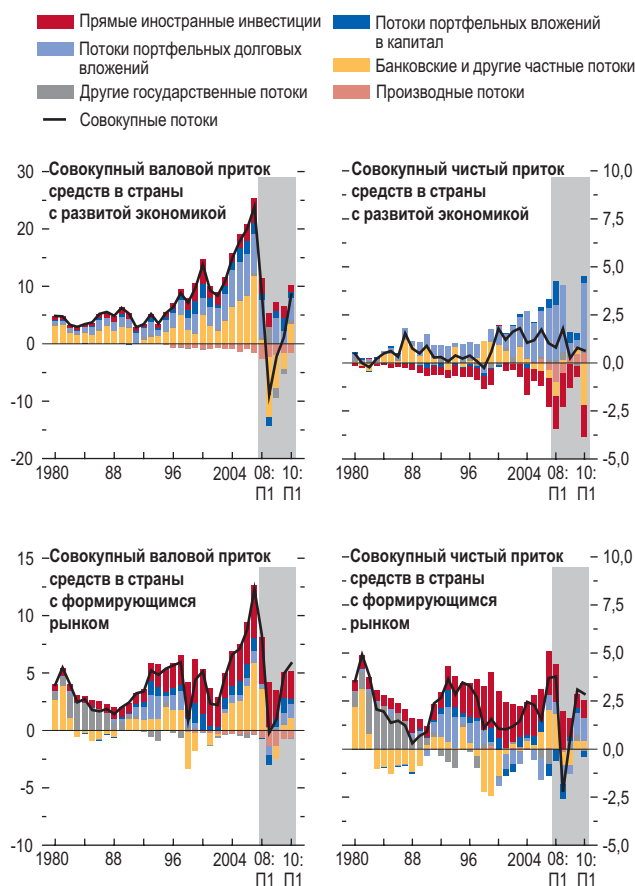
В последние годы международные потоки капитала характеризовались беспрецедентными взлетами и падениями<sup>1</sup>. Перед мировым кризисом отмечался удивительный подъем валового притока капитала, после него приток заметно сократился (Milesi-Ferretti and Tille, 2010), но вскоре снова стала заметна его повышательная динамика (рис. 4.1). Колебания чистых потоков были значительно более резкими в случае стран с формирующимся рынком (СФР) по сравнению со странами с развитой экономикой (СРЭ). В последних валовой отток в значительной мере компенсировал валовой приток, что вело к более сглаженной динамике чистых потоков (рис. 4.2). В СФР, напротив, и валовой приток средств, и чистые потоки сильно сократились во время кризиса, однако после этого резко возобновился их рост. Во многих СФР чистые потоки в первые три квартала 2010 года уже превысили

<sup>1</sup>В настоящей главе выражение «потоки капитала» используется для описания международных финансовых операций отражаемых на внешних финансовых счетах страны, как указано в шестом издании «Руководства по платежному балансу и международной инвестиционной позиции» МВФ. Согласно этому руководству приток средств возникает, когда страна-получатель берет на себя внешние обязательства (приток имеет положительный знак) и когда внешние обязательства страны уменьшаются (приток с отрицательным знаком). Оттоком являются покупки внешних активов при взгляде с позиций страны-покупателя (отток с отрицательным знаком), а также уменьшение левериджа активов этой страны (отток с положительным знаком). Чистые потоки представляют собой сумму валового притока и оттока, где отток отражается с отрицательным знаком. Накопление резервных активов, на котором могут сказываться не зависящие от рынка факторы, не учитывается при расчете чистых потоков, определенных в данной главе.

### Рисунок 4.1. Обвал и восстановление международных потоков капитала

(В процентах от совокупного ВВП)

После беспрецедентного повышения в период до финансового кризиса и резкого падения, отмеченного после него, происходит восстановление международных потоков капитала как в страны с развитой экономикой, так и в страны с формирующимся рынком.



Источники: CEIC; Haver Analytics; МВФ, «Статистика платежного баланса»; национальные источники; расчеты персонала МВФ.

Примечание. Перечень стран, включенных в сводные показатели по странам с развитой экономикой и странам с формирующимся рынком, см. в приложении 4.1. Данные отражены на рисунке с годовой периодичностью до 2007 года и с полугодовой периодичностью в последующие годы (отмечено затененными серым цветом областями). Полугодовые данные рассчитаны как сумма валового притока капитала за два соответствующих квартала, разделенная на суммарную величину номинального ВВП (оба показателя в долларах США) за тот же период. Совокупные потоки могут быть не равны сумме отдельных компонентов вследствие отсутствия данных по исходному составу потоков в случае некоторых стран.

средний уровень, достигнутый в 2004–2007 годах (рис. 4.3), но были еще ниже своих предкризисных пиковых значений.

Директивные органы во многих СФР восприняли недавний поворот в динамике потоков капитала с оптимизмом, хотя и с некоторой опаской. Хотя иностранный капитал может обеспечивать финансирование и (или) подтолкнуть рост курса национальной валюты, необходимый для укрепления внутреннего спроса в странах-получателях, чистые потоки могут увеличиваться такими темпами, что у директивных органов возникнут сложности с их регулированием, или они могут характеризоваться непредсказуемыми колебаниями, усугубляя внутренние циклы экономических или финансовых подъемов и спадов.

Следовательно, важнейший вопрос, стоящий перед директивными органами, заключается в том, что произойдет с потоками капитала, когда закончится период либеральных глобальных условий финансирования, характеризующийся низкими мировыми процентными ставками и низкой степенью неприятия риска. Произойдет ли поворот в динамике потоков капитала с возобновлением жесткой денежно-кредитной политики в США или других крупнейших СРЭ?

Чтобы пролить свет на этот вопрос, в данной главе анализируется характер чистых частных международных потоков капитала за последние 30 лет по странам с развитой экономикой, странам с формирующимся рынком и другим развивающимся странам<sup>2</sup>. Здесь исследуется, насколько перемен-

<sup>2</sup>Во все большем количестве исследований рассматриваются валовые, а не чистые потоки капитала, чтобы выяснить, в какой мере международное движение капитала определяется действиями иностранных инвесторов или самих резидентов рассматриваемых стран (см. Forbes and Warnock, 2010). Хотя динамика валовых притоков и оттоков вызывает интерес, анализ определяющих их факторов требует тщательного моделирования нестационарных эффектов, которые повсеместно присутствуют в данных по валовым потокам. Основное внимание в данной главе сосредоточено на чистых потоках, которые одновременно характеризуются стационарностью и естественным образом связаны со счетом текущих операций, который находится в центре дебатов по вопросу о преодолении внешних дисбалансов. Как и в главе 4 октябряского выпуска «Перспектив развития мировой экономики» 2007 года, наше внимание сосредоточено здесь на чистых «частных» потоках капитала, определяемых с точки зрения сектора-получателя. Таким образом, рассматриваемые здесь потоки капитала не включают никакие потоки в сектор государственного управления и органам денежно-кредитного регулирования в составе компонента «другие инвестиции» финансового счета, поскольку такие потоки считаются определяемыми, в основном, нерыночными факторами (в частности, двусторонними суверенными займами или операциями с МВФ). Однако данная

чивыми являются такие потоки, и как они обычно реагируют на изменения в глобальной макроэкономической ситуации. В центре внимания находится, главным образом, динамика чистых потоков в СФР, и опыт СФР сравнивается с опытом других стран. В частности, в данной главе решаются следующие вопросы:

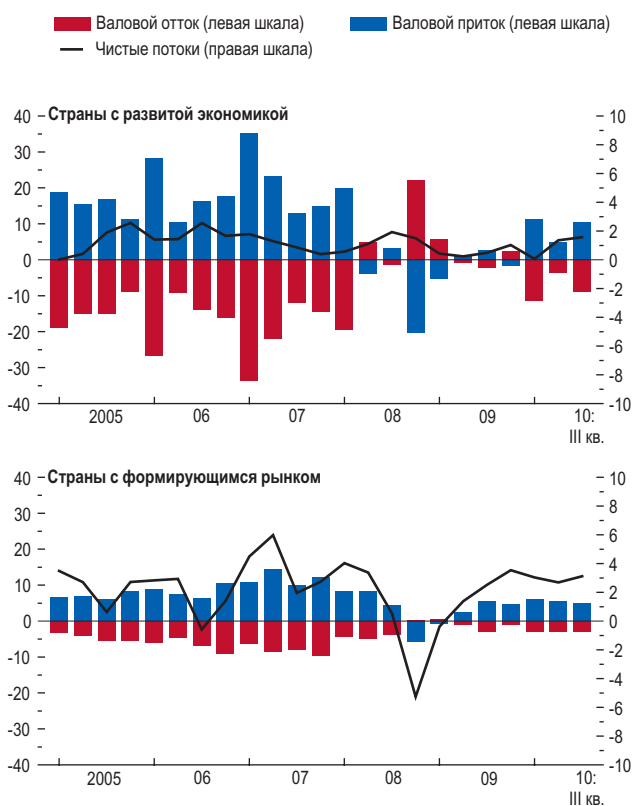
- Каков характер восстановления потоков капитала среди стран с развитой экономикой и стран с формирующимся рынком после мирового кризиса? Как послекризисное увеличение потоков в СФР соотносится с их быстрым приростом в период до кризиса и историческими тенденциями в части размеров и состава потоков? Было ли восстановление чистых потоков в целом сходным между различными регионами, странами и видами потоков?
- Насколько изменчивы и непостоянны чистые потоки? Являются ли потоки в некоторые страны более изменчивыми или менее стойкими, чем потоки в другие страны? Изменились ли эти статистические характеристики с течением времени и различаются ли они по видам потоков?
- Как вели себя чистые потоки и их компоненты в течение предыдущих эпизодов низких мировых процентных ставок и низкой степени неприятия риска? Насколько вариация чистых потоков может объясняться общими (например, глобальными или региональными) или национальными факторами?
- Сказывается ли прямая финансовая позиция страны относительно США на степени чувствительности чистых потоков капитала в эту страну к изменениям в денежно-кредитной политике США? В какой степени эта чувствительность связана со структурными и экономическими характеристиками страны-получателя, такими как степень глобальной финансовой интеграции, емкость внутреннего финансового рынка, режим обменного курса и показатели роста? Меняется ли эта чувствительность в зависимости от вида потоков или исходной глобальной экономической и финансовой ситуации?

концепция потоков капитала тем не менее включает портфельные потоки, получаемые органами государственного управления. Полный перечень стран, включенных в группы стран с развитой экономикой, стран с формирующимся рынком и других развивающихся стран, см. в приложении 4.1. В основном анализ не включают офшорные финансовые центры (которые также перечислены в приложении 4.1), поскольку потоки капитала в эти страны могут быть следствием факторов, не связанных с их внутренней экономикой.

**Рисунок 4.2. Эволюция валовых и чистых потоков капитала**

(В процентах от совокупного ВВП)

Страны с формирующимся рынком испытывали значительно более резкие колебания чистых потоков капитала, чем страны с развитой экономикой, несмотря на сходство в динамике валового притока и оттока капитала в этих двух группах.



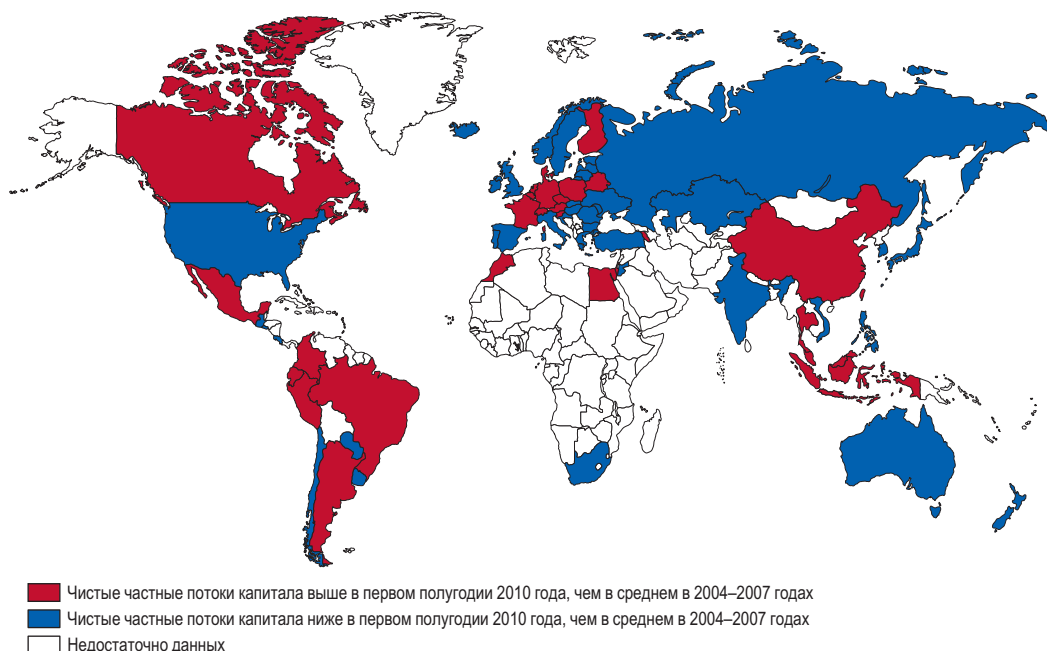
Источники: CEIC; Haver Analytics; МВФ, «Статистика платежного баланса»; национальные источники; расчеты персонала МВФ.

Примечание. Чистые потоки капитала не включают накопление резервов и могут быть не равны сумме валового притока и валового оттока из-за отсутствия данных по валовым потокам для некоторых стран.

### Рисунок 4.3. Восстановление чистых частных потоков капитала

(Изменение чистых частных потоков капитала в процентах от ВВП в период между первыми тремя кварталами 2010 года и средним за 2004–2007 годы, если не указано иное)

Чистые частные потоки капитала в первые три квартала 2010 года во многих странах с формирующимся рынком уже превысили свои средние значения, достигнутые в 2004–2007 годах.



Источники: CEIC; Haver Analytics; МВФ, «Статистика платежного баланса»; национальные источники; расчеты персонала МВФ.

Примечание. Чистые частные потоки капитала определяются как сумма чистых прямых иностранных инвестиций, чистых портфельных, чистых производных и чистых других инвестиционных потоков, не включая другие потоки инвестиций в сектор государственного управления и органам денежно-кредитного регулирования. Среднее за 2004–2007 годы рассчитывается как среднее чистых частных потоков в процентах от ВВП за эти четыре года на базе годовых данных. Цифры за I–III кварталы 2010 года выведены из квартальных данных как сумма чистых частных потоков капитала за соответствующие кварталы, разделенная на суммарный номинальный ВВП (оба показателя в долларах США). Вследствие ограничений, налагаемых имеющимися данными, расчеты для некоторых стран, по которым имеются квартальные данные, основаны на чистых совокупных потоках капитала (включая другие потоки инвестиций в официальный сектор). Эти страны: Египет, Индия, Иордания, Китай, Коста-Рика, Малайзия, Марокко, Новая Зеландия, Сингапур, Словацкая Республика, Уругвай и Эквадор. Данные о потоках в Перу после кризиса приводятся за первое полугодие 2010 года из-за отсутствия данных за III квартал 2010 года.

Отвечая на эти вопросы, данная глава вносит свой вклад в обширную литературу по потокам капитала по нескольким аспектам. Во-первых, в описательной части анализа дается более широкое рассмотрение изменчивости и стойкости потоков капитала, чем в предыдущих работах (например, Becker and Noone, 2009; Levchenko and Mauro, 2007; Claessens, Dooley, and Warner, 1995), для большой выборки стран за более продолжительный и более близкий к сегодняшнему дню период времени. Во-вторых, здесь исследуется динамика чистых потоков в СФР в течение и после окончания периодов, когда глобальная экономическая ситуация была сходна с сегодняшней: либеральные денежно-кредитные условия в мире и относительно более низкая степень неприятия риска. Это основной экономический сценарий в представлении

многих директивных органов, но он является недостаточно исследованным<sup>3</sup>. В-третьих, в данной главе выявляется, как различия в прямых финансовых позициях стран относительно США сказываются на реакции потоков капитала в эти страны, вызываемой изменениями в денежно-кредитной политике США, если принять во внимание все возможные глобальные факторы. Для этого используются два новаторских подхода.

<sup>3</sup>За исключением работы Calvo et al. (2001), где приводятся общие характеристики потоков капитала в СФР во время различных циклов роста и мер денежно-кредитной политики в США, и майского выпуска «Перспектив развития региональной экономики» МВФ 2010 года по Западному полушарию, где сопоставляется динамика притока капитала в Латинскую Америку в периоды низких глобальных процентных ставок и низкой степени неприятия риска.



- В существующей литературе, где исследуются факторы «отталкивания» (глобальные) и «притяжения» (внутренние), определяющие потоки капитала, как правило, делается попытка оценить совокупное влияние на потоки капитала, оказываемое некоторым набором выборочных глобальных факторов, таких как процентные ставки в США, неприятие риска и т.д. Подобный анализ может оказаться недостаточным, поскольку он не позволяет учитывать каждый из возможных глобальных факторов, сказывающихся на международных перемещениях капитала. Вместо того чтобы стремиться выявить все факторы «отталкивания» или общее влияние изменений в денежно-кредитной политике США, в данной главе делается попытка определить разницу во влиянии денежно-кредитной политики США на чистые потоки в различные страны в зависимости от их прямых финансовых позиций относительно США. При этом в ходе проведения оценки делаются поправки на все возможные глобальные факторы, которые в каждый момент времени могут в равной мере влиять на движение капитала в различные страны.
- В литературе денежно-кредитная политика США, как правило, рассматривается как экзогенный фактор по отношению к потокам капитала в другие страны. Хотя меры политики США не определяются в ответ на чистые потоки в другие страны, влияние изменений процентных ставок в США на чистые потоки в другие страны может зависеть от того, когда информация о тех или иных действиях США становится известна рынку. Потоки капитала могут происходить, когда приходят новости об изменениях в денежно-кредитной политике США, а не в момент фактических изменений. Кроме того, если денежно-кредитная политика США характеризуется антициклической реакцией на динамику экономической ситуации в США (что, с большой вероятностью, оказывает независимое влияние на глобальные потоки), то реакция потоков капитала на изменения процентных ставок в США может оказываться приглушенной. Вследствие этого, полученная оценка влияния фактических изменений в процентных ставках на потоки капитала может занижать масштабы влияния денежно-кредитной политики США. Данная глава опирается на подход, предложенный в работе Kuttner (2001), и в ней делается попытка выделить непредвиденный компонент изменений в денежно-кредитной политике США. В ходе проведения оценочного анализа в данной главе выделяются различия

во влиянии на потоки капитала непредвиденных и экзогенных изменений в ставке интервенций США по сравнению с реализованными (фактическими) изменениями.

### Каковы основные выводы?

- Отмечавшийся после кризиса подъем чистых потоков капитала был впечатляющим не столько за счет его уровня, сколько за счет его темпов. Тем не менее, во многих СФР, не попавших в центр мирового кризиса, уровни потоков были сравнимы с отмечавшимися во время предыдущих эпизодов крупных чистых потоков. Однако структура текущего подъема в потоках несколько иная, поскольку более значительная их часть, по сравнению с прошлыми тенденциями, приходится на потоки, ведущие к образованию долга, и менее заметная — на прямые иностранные инвестиции (ПИИ).
- Чистые потоки со временем стали несколько более изменчивыми для всех стран. Они также характеризуются низкой стойкостью. Изменчивость чистых потоков, в целом, выше в случае СФР и других развивающихся стран (ДРС), чем в случае СРЭ. И в то же время нет очевидных различий между странами в плане стойкости чистых потоков. Банковские и другие частные потоки, как правило, были наиболее изменчивыми, а портфельный долг наименее стойким, однако различия в изменчивости и стойкости между различными видами потоков не всегда являются статистически значимыми для всех стран. В случае СФР ПИИ являются лишь немного более стабильными и более стойкими, чем потоки, ведущие к образованию долга.
- В прошлом чистые потоки в СФР, как правило, были больше в условиях низких мировых процентных ставок, низкого глобального неприятия риска и более высоких показателей роста в СФР по сравнению с СРЭ. Эта особенность наиболее заметна, когда отмечаются одновременно и низкие мировые процентные ставки, и низкая степень неприятия риска. Тем не менее на общие факторы (и глобальные, и региональные) приходится относительно небольшая доля вариации в чистых потоках в СФР, что подчеркивает значимость внутренних факторов.
- В странах с развитой экономикой и странах с формирующимся рынком, имеющих прямые финансовые позиции относительно США, отмечается более значительное сокращение чистого притока капитала в ответ на ужесточение денеж-

но-кредитной политики в США, чем в странах, не имеющих таких прямых финансовых позиций относительно США. Дополнительное отрицательное влияние роста ставок в США оказывается более значительным, когда оно является непредвиденным, чем в случае фактического повышения ставки. Таким образом, положительные сюрпризы в денежно-кредитной политике США могут толкать инвесторов к пересмотру своих ожиданий относительно будущей денежно-кредитной политики США, что ведет к более резкому сокращению их позиций в тех странах, которые имеют прямые финансовые позиции относительно США, чем в случае фактических изменений в денежно-кредитной политике США, которые частично или полностью предвиделись. Это дополнительное отрицательное воздействие на СФР, имеющие прямые финансовые позиции, оказывается более сильным в случае СФР, характеризующихся более высокой степенью интеграции в глобальные рынки и относительно гибкими режимами обменного курса, но менее значительным для СФР с более емкими внутренними финансовыми рынками и высокими показателями роста. И наконец, особую значимость для сегодняшних условий имеет заключение о том, что дополнительное отрицательное воздействие на чистые потоки в СФР, имеющие прямые финансовые позиции, вследствие ужесточения денежно-кредитной политики США является более сильным в периоды низких мировых процентных ставок и низкой степени неприятия риска в мире в целом. Это может быть отражением того факта, что международные инвесторы более склонны к погоне за прибылью, когда норма прибыли на глобальные финансовые активы низка, а готовность к принятию риска высока. Выводы настоящей главы указывают на то, что потоки капитала в целом являются непостоянными (с точки зрения страны-получателя) и чувствительными к изменениям в денежно-кредитной политике в СРЭ, которые находятся за пределами контроля внутренних директивных органов. Хотя общее представление, что потоки капитала в СФР в целом представляют долгосрочную тенденцию, вероятно, является справедливым (см. рис. 4.1), основные выводы данной главы указывают на чувствительность потоков капитала к глобальному циклу, в частности, к изменениям глобальных финансовых условий. Опираясь на исследования конкретных эпизодов, разумно предположить, что будущее ужесточение денежно-кредитной политики в США будет связано с сокращением чистых потоков в СФР. Кроме того,

регрессионный анализ свидетельствует, что в странах с прямыми финансовыми позициями относительно США будет происходить более значительное дополнительное сокращение чистых потоков вследствие ужесточения денежно-кредитной политики в США по сравнению со странами, характеризующимися меньшими размерами финансовых позиций относительно США. Важно заметить, что в рамках данной главы не рассматривается вопрос, ведет ли более высокая изменчивость потоков капитала к повышению макроэкономической изменчивости среди СФР, так же как и не делается попытки выявить источник изменчивости потоков капитала, то есть, установить, вызывается ли она конкретными категориями участников рынка (например, банками, страховыми компаниями и пенсионными фондами или хеджевыми фондами). Однако проведенный анализ указывает, что переменчивость потоков капитала является проблемой для СРЭ в той же мере, как и для СФР. Кроме того, несмотря на усиление глобализации и принципиальные изменения в структуре международных рынков капитала за последние двадцать лет, внутренне присущая чистым потокам изменчивость существенно не изменилась с течением времени<sup>4</sup>. Таким образом, принципиально важно, чтобы по мере дальнейшей интеграции СФР в мировые финансовые рынки они поддерживали внутреннюю экономическую и финансовую прочность и стабильность за счет надлежащей макроэкономической политики, пруденциального регулирования финансового сектора и других макрофинансовых мер, чтобы лучше регулировать переменчивость потоков капитала.

Остальная часть настоящей главы построена следующим образом. В первом разделе описывается, как соотносится восстановление чистых потоков в СФР после кризиса и до первых трех кварталов 2010 года с предыдущими периодами увеличения потоков капитала. Затем представляется эволюция показателей изменчивости и стойкости чистых потоков капитала в прошлом, и эти тенденции сравниваются между странами. Во втором разделе рассматривается динамика чистых потоков в СФР в периоды низких мировых процентных ставок и низкой степени неприятия риска. Затем, используя модель глобальных факторов, рассчитывается относительная значимость общих факторов в сравнении

<sup>4</sup>Например, в главе 2 апрельского «Доклада по вопросам глобальной финансовой стабильности» 2007 года приводятся свидетельства растущей роли институциональных инвесторов в международном распределении активов с середины 1990-х годов.

с характерными для конкретных стран факторами для описания вариации чистых потоков между странами. В третьем разделе представляется регрессионный анализ того, как различается влияние, оказываемое изменениями в денежно-кредитной политике США на чистые потоки, в странах, имеющих прямые внешние финансовые позиции по отношению к США, и в странах, не имеющих таких позиций. В четвертом разделе резюмируются полученные заключения, и рассматриваются важнейшие уроки для экономической политики, которые можно вынести из проведенного анализа.

### Тенденции в чистых потоках капитала — размеры, состав, изменчивость и стойкость

Для представления общей картины в данном разделе описывается возобновление чистых потоков капитала в СФР после глобального финансового кризиса. В равной ли мере восстанавливались чистые потоки капитала в различных регионах и по различным видам потоков? Как это восстановление потоков соотносится с предыдущими эпизодами крупного чистого потока капитала в СФР? Затем в данном разделе обсуждается, как изменчивость и стойкость чистых потоков менялась с течением времени и в различных странах.

#### Чем отличается недавний подъем?

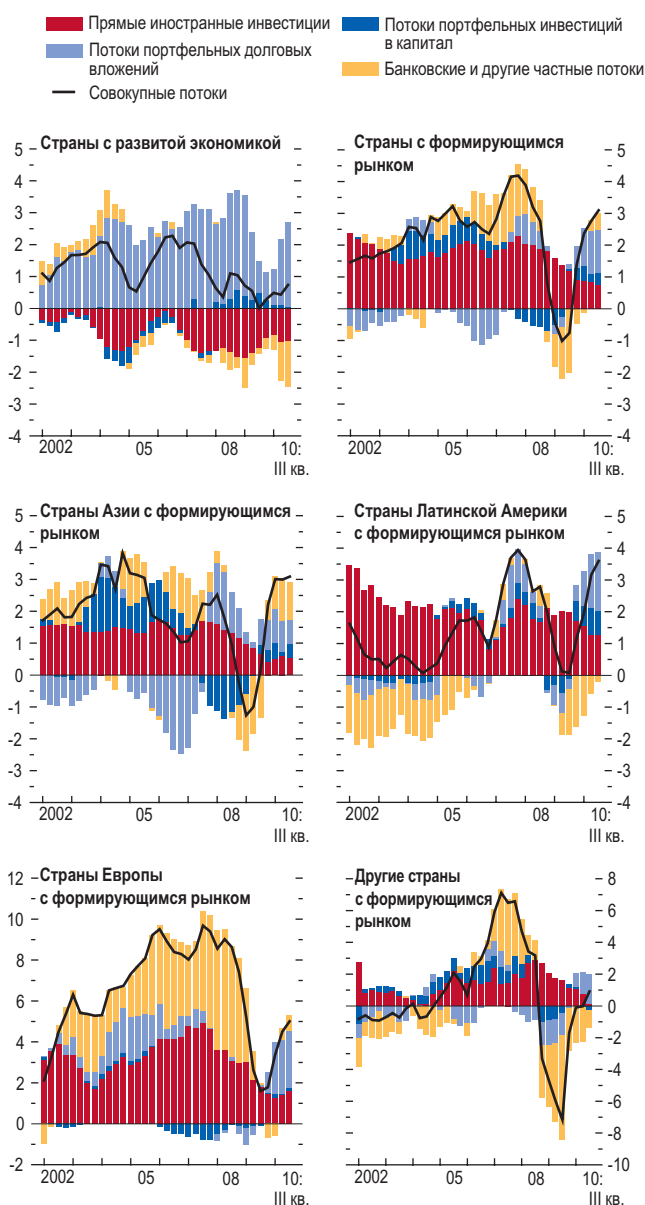
Чистые потоки капитала в СФР характеризовались активным подъемом, начавшимся в середине 2009 года, но он был впечатляющим не столько за счет его уровня, сколько за счет его темпов (рис. 4.4). Во всех СФР отмечался резкий подъем чистых потоков за удивительно короткий интервал времени. Тем не менее, в отличие от периода перед кризисом, когда чистые потоки активно шли во все регионы СФР, сила их подъема после кризиса была неравномерной. Чтобы соотнести недавний подъем с показателями прошлых периодов, мы выделяем два периода мощных чистых потоков капитала в СФР: до кризиса в Азии (1991–1997 годы) и перед недавним мировым кризисом (2004–2007 годы)<sup>5</sup>. Хотя совокупные чистые потоки в страны Азии и Латинской Америки с формирующимся рынком в первые три кварта-

<sup>5</sup>Эти периоды характеризовались более высокими чистыми потоками капитала в СФР, чем медианный уровень за 1990–2009 годы (см. также главу 4 октябрьского выпуска «Перспектив развития мировой экономики» 2007 года).

**Рисунок 4.4. Восстановление чистых потоков капитала и их состав**

(В процентах от совокупного ВВП, скользящее среднее за четыре квартала)

После кризиса восстановление чистых частных потоков капитала оказалось неравномерным по регионам, и темпы восстановления были выше в регионах, показавших более высокую устойчивость к недавнему кризису (Азия, Латинская Америка), чем другие.



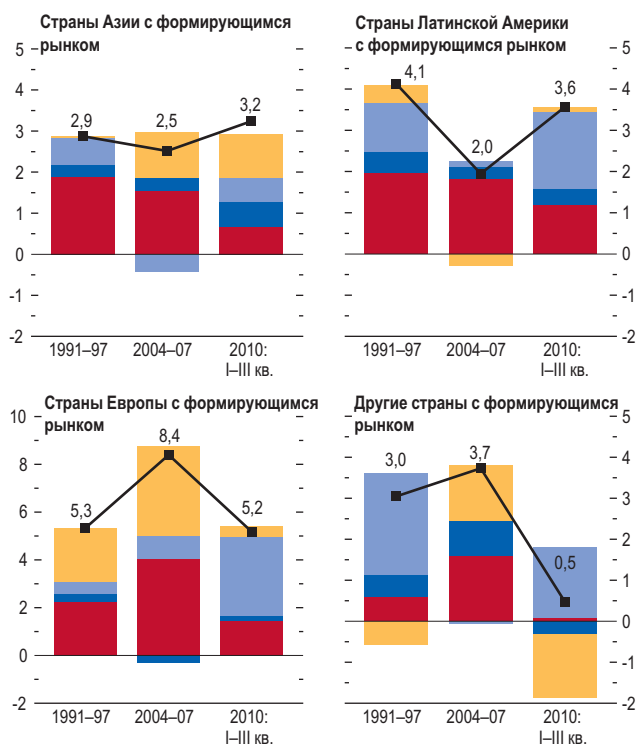
Источники: CEIC; Haver Analytics; МВФ, «Статистика платежного баланса»; национальные источники; расчеты персонала МВФ.

Примечание. Перечень стран, включенных в сводные показатели по регионам, см. в приложении 4.1. Сводные показатели по группам и регионам не включают офшорные финансовые центры. Совокупные чистые частные потоки не равны сумме отраженных на рисунке компонентов, поскольку здесь не представлены чистые производные потоки и отсутствуют данные по исходному составу потоков в случае некоторых стран.

### Рисунок 4.5. Размеры и состав чистых частных потоков капитала в течение волн крупных потоков капитала в страны с формирующимся рынком

(В процентах от совокупного ВВП)

Ведущую роль в недавнем подъеме играли потоки портфельных вложений в долговые инструменты, а следующую по важности роль — банковские и другие частные потоки. В отличие от предыдущих периодов, доля прямых иностранных инвестиций была меньше.



Источники: CEIC; Haver Analytics; МВФ, «Статистика платежного баланса»; национальные источники; расчеты персонала МВФ.

Примечание. Цифры за 1991–1997 годы и за 2004–2007 годы рассчитываются с использованием годовых данных как сумма чистых потоков за соответствующие годы, разделенная на сумму регионального номинального ВВП за тот же период. За I–III кварталы 2010 года цифры рассчитаны как сумма чистых потоков за три соответствующих квартала, разделенная на сумму регионального номинального ВВП за тот же период. Совокупные величины не равны сумме отраженных на рисунке компонентов, поскольку здесь не представлены чистые производные потоки и отсутствуют данные по исходному составу потоков в случае некоторых стран. Волны крупных потоков капитала в страны с формирующимся рынком определяются как периоды, в течение которых потоки капитала больше медианного уровня 1990–2009 годов. Сводные показатели по регионам не включают офшорные финансовые центры.

ла 2010 года были уже выше своих средних значений до кризиса (2004–2007 годы), их уровень, как правило, не превышал зарегистрированных пиковых значений (рис. 4.5). Например, после кризиса чистые потоки в Латинскую Америку были слабее, чем в течение 1991–1997 годов, когда эти страны финансировали более крупные дефициты счета текущих операций. В случае стран Европы с формирующимся рынком, которые сильно пострадали от кризиса, а также других стран с формирующимся рынком (Содружества Независимых Государств, Ближнего Востока и Африки) чистые потоки в последнее время были вялыми по сравнению со средними показателями как за 2004–2007 годы, так и за 1991–1997 годы.

Интересно, что детальные данные свидетельствуют о более активном подъеме в более крупных странах, что обуславливает повышение сводных показателей по регионам (рис. 4.6). Чистые потоки в страны Азии с формирующимся рынком и новые индустриальные страны Азии (НИС) росли практически повсеместно, в то время как показатели стран Латинской Америки и других стран с формирующимся рынком были неоднозначными. Как уже отмечалось, чистые потоки в случае большинства стран Европы с формирующимся рынком, за некоторыми исключениями, были ниже, чем средние значения за 2004–2007 годы.

Что касается структуры потоков, то основу подъема составляли, главным образом, портфельные долговые потоки и, в случае стран Азии и Латинской Америки с формирующимся рынком, также банковские и другие частные потоки (см. рис. 4.5). Доля ПИИ в чистых потоках в первые три квартала 2010 года снизилась по сравнению с предыдущими эпизодами крупных чистых потоков в СФР (1991–1997 годы и 2004–2007 годы).

Относительно меньшая доля банковских и других частных потоков по сравнению с портфельными долговыми потоками в случае большинства регионов может быть свидетельством идущего снижения степени левериджа позиций по внешним активам у банков СРЭ, которые были в эпицентре глобального финансового кризиса<sup>6</sup>. Однако в отсутствие последних данных трудно сказать, продолжалась ли эта тенденция и в 2011 году.

Если динамика потоков будет и далее иметь отмечавшиеся в последнее время характеристики, это будет означать отход от исторической тенденции снижения доли потоков, ведущих к образованию долга,

<sup>6</sup>В работе Chuhan, Perez-Quiros, and Popper (1996) также показано, что банковские потоки обычно остаются на низком уровне в течение нескольких лет после финансового кризиса.

особенно в СФР (рис. 4.7 и 4.8)<sup>7</sup>. Более конкретно, значимость банковских и других частных потоков снижалась в течение последних тридцати лет во всех странах. Это может быть отчасти отражением естественного сдвига в пользу небанковских средств финансирования в результате увеличения емкости внутренних рынков капитала и большей финансовой интеграции. Хотя доля портфельного долга увеличивалась с течением времени, это не компенсировало сокращения банковских и других частных потоков до периода после последнего мирового кризиса<sup>8</sup>.

### Насколько стабильны чистые потоки капитала?

В данном разделе исследуются характеристики изменчивости и стойкости потоков капитала. Если бы потоки капитала были стабильными и стойкими, скорее всего, их можно было бы легче предсказывать. Следуя принятому в литературе подходу, мы измеряем изменчивость стандартным отклонением чистых потоков, нормированным по ВВП в рамках скользящего 10-летнего интервала с использованием годовых данных, а стойкость потоков оценивается путем регрессии чистых потоков, нормированных по ВВП, по их прошлому уровню (т.е. измеряется коэффициентом AR(1)), также в рамках скользящего 10-летнего интервала<sup>9</sup>.

### Являются ли чистые потоки изменчивыми?

Чистые потоки во всех странах с течением времени становятся в предельном случае более изменчивыми, при этом их изменчивость в СФР выше, чем в СРЭ (рис. 4.9, левая панель). Повышение

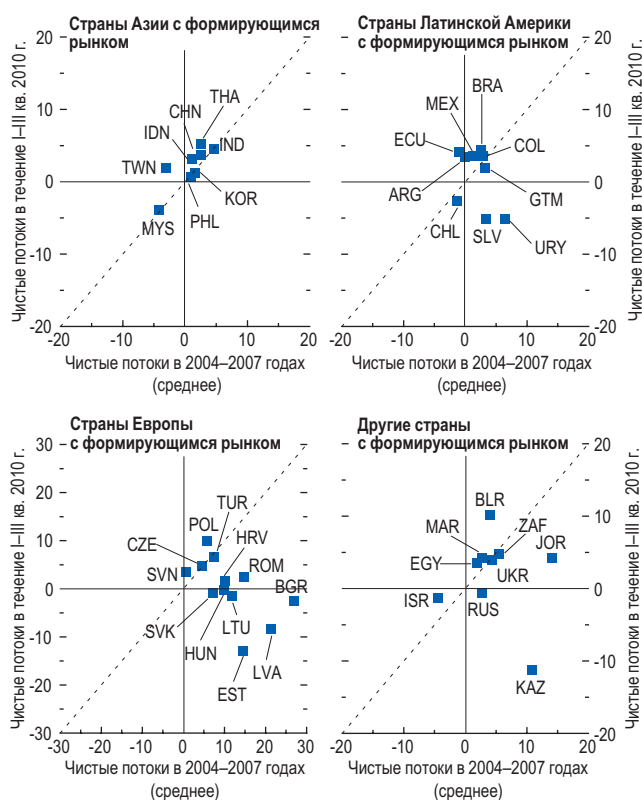
<sup>7</sup>Следуя подходу, описанному в работе Becker and Noone (2009), мы рассчитываем относительную значимость конкретного вида потоков как отношение абсолютной величины чистых потоков данного вида к суммарной абсолютной величине чистых потоков всех видов.

<sup>8</sup>Отмечавшееся уменьшение доли потоков, ведущих к образованию долга, подтверждает выводы работ Faria et al. (2007) и Dell'Arccia et al. (2007), где выделяется наметившийся в последние годы сдвиг в составе внешних активов и обязательств стран с высокими и средними доходами в сторону уменьшения доли долговых инструментов.

<sup>9</sup>Альтернативный показатель изменчивости, а именно коэффициент дисперсии, представляющий собой отношение стандартного отклонения к среднему, в данном контексте неприменим, поскольку среднее чистых потоков может быть нулевым или отрицательным. Однако чтобы учесть влияние, которое потенциальное повышение тренда чистых потоков может оказывать на их стандартное отклонение, мы также проводим расчет стандартного отклонения рядов с исключенным трендом. При использовании этого альтернативного показателя результаты в целом остаются без изменений.

**Рисунок 4.6. Региональная вариация чистых частных потоков капитала в страны с формирующимся рынком (В процентах от ВВП)**

Характер подъема в потоках различался в пределах каждого региона. Чистые потоки резко выросли в большинстве стран Азии с формирующимся рынком, но при этом не достигли средних докризисных уровней в большинстве стран Европы с формирующимся рынком. В случае Латинской Америки и других стран с формирующимся рынком картина является более неоднозначной.



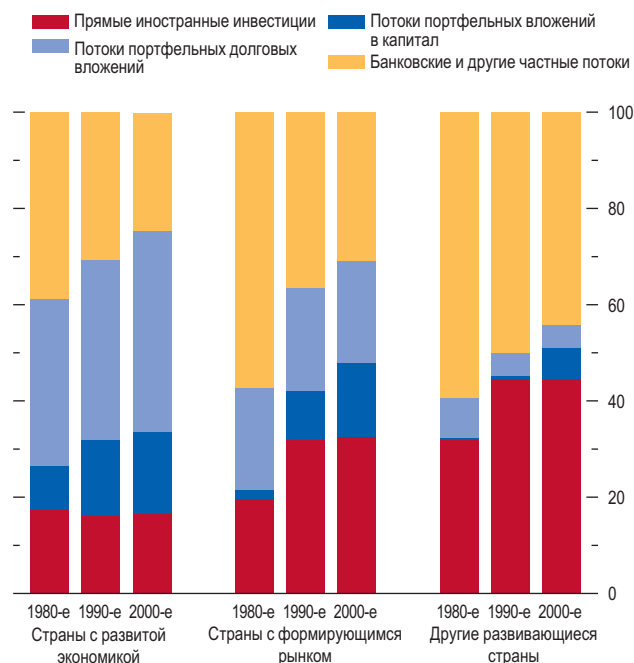
Источники: CEIC; Haver Analytics; МВФ, «Статистика платежного баланса»; национальные источники; расчеты персонала МВФ.

Примечание. Страны Азии с формирующимся рынком: CHN — Китай; IND — Индия; IDN — Индонезия; KOR — Корея; MYS — Малайзия; PHL — Филиппины; TWN — Тайвань, провинция Китая; THA — Таиланд. Страны Латинской Америки с формирующимся рынком: ARG — Аргентина; BRA — Бразилия; CHL — Чили; COL — Колумбия; ECU — Эквадор; GTM — Гватемала; MEX — Мексика; SLV — Сальвадор; URY — Уругвай. Страны Европы с формирующимся рынком: BGR — Болгария; CZE — Чешская Республика; EST — Эстония; HRV — Хорватия; HUN — Венгрия; LVA — Латвия; LTU — Литва; POL — Польша; ROM — Румыния; SVK — Словацкая Республика; SVN — Словения; TUR — Турция. Другие страны с формирующимся рынком: BLR — Беларусь; EGY — Египет; IOR — Иордания; ISR — Израиль; KAZ — Казахстан; MAR — Марокко; RUS — Россия; UKR — Украина; ZAF — ЮАР.

### Рисунок 4.7. Относительная значимость различных видов потоков

(В процентах от совокупных потоков)

Значимость банковских и других частных потоков с течением времени снижалась среди стран с развитой экономикой, стран с формирующимся рынком и других развивающихся стран в сторону увеличения потоков портфельных и прямых иностранных инвестиций. Однако банковские и другие частные потоки остаются существенным компонентом чистого финансового счета.



Источники: МВФ, «Статистика платежного баланса»; национальные источники; расчеты персонала МВФ.

Примечание. Относительная значимость конкретного вида потоков рассчитывается как абсолютная величина чистых потоков данного вида в страны группы, разделенная на сумму абсолютной величины чистых потоков всех четырех видов инструментов в страны группы. Отношения рассчитываются для каждого десятилетия с использованием годовых данных и для числителя, и для знаменателя за годы данного десятилетия. Производные потоки, на которые приходится очень небольшая доля финансового счета, не включаются в расчеты. Сводные показатели по группам не включают офшорные финансовые центры.

медианного уровня изменчивости чистых частных потоков наиболее заметно в СРЭ, хотя тенденция к медленному повышению изменчивости заметна также и в СФР, и в ДРС. Стандартное отклонение чистых потоков в СФР примерно на 30 процентов больше, чем в случае потоков в СРЭ, хотя различия в медианных уровнях в целом не являются статистически значимыми<sup>10</sup>.

Структура банковских и других частных потоков характеризовалась наибольшей изменчивостью во всех странах (рис. 4.9, правая панель)<sup>11</sup>. Однако сложно выделить систематические различия в изменчивости между остальными компонентами. В СРЭ как банковские, так и другие частные и портфельные долговые потоки представляются в равной мере изменчивыми, тогда как ПИИ и потоки портфельных фондовых вложений являются несколько менее изменчивыми, при том что разница между последними двумя видами (и между первыми двумя) в целом не является статистически значимой. Аналогичным образом, в СФР стандартные отклонения ПИИ и портфельных долговых потоков статистически не отличаются друг от друга. В целом увеличение изменчивости совокупного чистого финансового счета сопровождалось повышательной тенденцией в изменчивости всех отдельных компонентов, хотя и в значительно большей степени для СРЭ, чем для других стран<sup>12</sup>.

Однако отметим, что, несмотря на более высокую изменчивость отдельных компонентов чистых потоков в СРЭ по сравнению с СФР, для СРЭ альтернативные потоки играли роль общих заместителей, что способствовало снижению их общих

<sup>10</sup>Эти оценки несколько ниже, чем полученные в других недавних исследованиях, таких как Becker and Noone (2009), Levchenko and Mauro (2007), Broner and Rigobon (2006) и Prasad et al. (2003). Изменчивость чистых потоков капитала также рассчитывалась для медианных СФР в различных регионах (см. приложение 4.2). При этом практически не обнаруживается каких-либо систематических различий в изменчивости совокупных потоков между регионами стран с формирующимся рынком, хотя есть некоторые свидетельства в пользу того, что изменчивость потоков в страны Европы с формирующимся рынком несколько выше, а изменчивость потоков в другие страны с формирующимся рынком в последние годы повысилась.

<sup>11</sup>Эти выводы связаны с исследованиями, где подчеркивается, что предрасположенность страны к кризису зависит от состава ее потоков капитала и внешних обязательств (Frankel and Rose, 1996; Frankel and Wei, 2005; Levchenko and Mauro, 2007; Tong and Wei, 2010; Ghosh, Ostry, and Tsangarides, 2010).

<sup>12</sup>Результаты для потоков вложений в капитал в этом и последующих подразделах следует рассматривать с осторожностью, поскольку очень немногие СФР и ДРС представляли какие бы то ни было данные по этим потокам до 2000-х годов.

показателей изменчивости (рис. 4.10). Эта взаимозаменяемость потоков является пренебрежимо слабой в случае СФР и ДРС.

**Являются ли чистые потоки стойкими?**

Стойкость чистых потоков является, как правило, низкой, и она лишь незначительно выше в СРЭ, чем в СФР и ДРС (рис. 4.11, левая панель). Между этими странами не отмечается существенных различий в стойкости потоков, даже несмотря на то, что, как представляется, показатель стойкости во времени содержит в себе циклический компонент, особенно в случае чистых потоков в СРЭ<sup>13</sup>. Портфельные долговые потоки являются наименее стойкими во всех странах (рис. 4.11, правая панель). Стойкость несколько выше в случае ПИИ, чем других потоков, хотя с начала 2000-х годов она снизилась для СРЭ и СФР. В СРЭ практически не заметно разницы в степени стойкости между различными видами потоков.

Представленные в данном разделе выводы говорят о необходимости осторожного отношения к принятым представлениям о стабильности некоторых видов потоков капитала, таких как ПИИ, по сравнению с другими потоками, особенно в случае СФР (например, Sarno and Taylor, 1999; Chuhan, Perez-Quiros, and Popper, 1996). Было обнаружено, что банковские и другие частные потоки, действительно, являются наиболее изменчивыми, а портфельные долговые потоки — наименее стойкими. Однако ПИИ лишь немного более стабильны, чем другие виды потоков: в случае СФР расхождения в изменчивости между ПИИ и портфельными долговыми потоками, а также расхождения в стойкости между ПИИ и банковскими и другими частными потоками обычно не являются статистически значимыми. Кроме того, как и в случае других видов потоков, с течением времени изменчивость ПИИ увеличивалась, а стойкость падала, хотя эта тенденция более заметна в СРЭ, чем в СФР. Это может быть отражением изменений в характеристиках ПИИ. Например, возможно, увеличилась доля финансовых ПИИ (прямых займов дочерних предприятий у материнского банка или компании) по сравнению с нефинансовыми ПИИ, что привело к повышению их

<sup>13</sup>Стойкость совокупных чистых частных потоков капитала также существенно не различается между четырьмя регионами стран с формирующимся рынком (см. приложение 4.2). Хотя представляется, что чистые потоки в страны Азии с формирующимся рынком были наиболее стойкими, а чистые потоки в «другие страны с формирующимся рынком» — наименее стойкими, эти различия не являются статистически значимыми и с течением времени становятся меньше.

**Рисунок 4.8. Прошлые тенденции. Уменьшение доли потоков, ведущих к образованию долга**

(В процентах от совокупных потоков)

Потоки, ведущие к образованию долга, с течением времени стали относительно менее значимыми во всех странах, что отражает уменьшение чистых банковских и других частных потоков.



Источники: МВФ, «Статистика платежного баланса»; национальные источники; расчеты персонала МВФ.

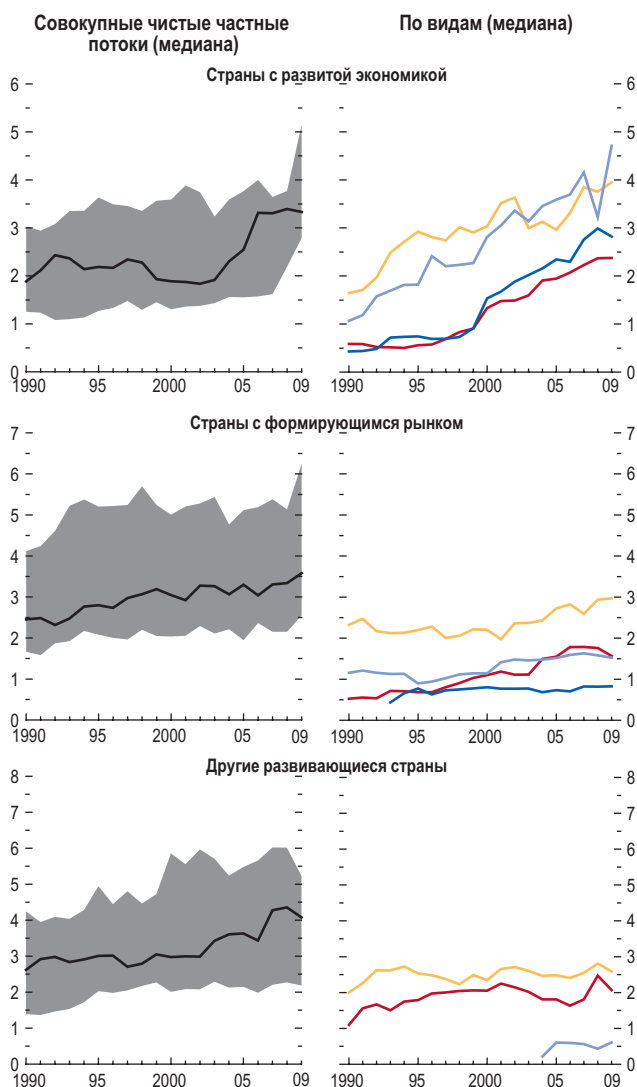
Примечание. Потоки, ведущие к образованию долга, включают портфельные вложения в долговые инструменты и банковские и другие частные потоки. Относительная значимость конкретного вида потоков рассчитывается как абсолютная величина чистых потоков данного вида, деленная на сумму абсолютной величины чистых потоков всех четырех видов инструментов. Отношения рассчитываются для каждого десятилетия с использованием годовых данных и для числителя, и для знаменателя за годы данного десятилетия. Сводные показатели по группам не включают офшорные финансовые центры. Суммирование долей может не давать 100 процентов вследствие округления десятичных знаков.

### Рисунок 4.9. Изменчивость чистых частных потоков капитала

(Стандартное отклонение чистых потоков капитала в процентах от ВВП)

Изменчивость чистых частных потоков капитала с течением времени повышалась во всех странах и по большинству видов потоков. Страны с формирующимся рынком и другие развивающиеся страны, как правило, имели более высокую изменчивость по своему чистому финансовому счету, чем страны с развитой экономикой. Чистые банковские и другие частные потоки постоянно были самым изменчивым видом потоков.

— Совокупные чистые частные потоки капитала  
 — Прямые иностранные инвестиции  
 — Межквартильный интервал совокупных чистых частных потоков капитала  
 — Поток портфельных вложений в капитал  
 — Поток портфельных долговых вложений  
 — Банковские и другие частные потоки



Источники: МВФ, «Статистика платежного баланса»; национальные источники; расчеты персонала МВФ.

Примечание. Изменчивость любого конкретного потока рассчитана как его стандартное отклонение за предыдущий 10-летний период для каждой страны с использованием годовых данных (например, значение для 1990 года соответствует стандартному отклонению в 1981–1990 годах). Медиана показана только в тех случаях, когда стандартное отклонение для конкретного 10-летнего периода и вида потоков может быть рассчитано не менее чем для одной пятой стран в группе. Группы не включают офшорные финансовые центры.

общей изменчивости<sup>14</sup>. Кроме того, для всех стран, несмотря на тенденцию уменьшения потоков, ведущих к образованию долга, чистые потоки, по-прежнему, становятся более изменчивыми и продолжают характеризоваться низкой стойкостью.

### Потоки капитала и условия в мире

Имеют ли чистые потоки капитала стандартные характеристики реакции на глобальные условия? Чтобы ответить на этот вопрос, мы сначала исследуем, как вели себя чистые потоки капитала в СФР, когда глобальные условия были аналогичны сегодняшней экономической ситуации с относительно низкими мировыми процентными ставками, снижающейся степенью неприятия риска и высокими показателями роста в СФР<sup>15</sup>. Затем мы оценим относительную значимость общих (глобальных и региональных) факторов, по сравнению с характерными для конкретных стран факторами, для объяснения вариации в потоках капитала в СФР между странами.

### Есть ли корреляция между чистыми потоками капитала и исходными глобальными условиями?

В прошлом большинство периодов либеральных денежно-кредитных условий в мире пересекались с периодами значительных расхождений в темпах роста между СФР и СРЭ, а не с периодами низкой степени неприятия риска в мире (рис. 4.12)<sup>16</sup>.

<sup>14</sup>См. ECB (2004) и BCGFS (2004), где приводятся свидетельства увеличения финансовых ПИИ в СФР, а также Ostry et al. (2010), где рассматривается влияние увеличения доли финансовых ПИИ на макроэкономическую изменчивость.

<sup>15</sup>Однако общие характеристики соотношений между потоками капитала и исходными условиями не следует рассматривать как причинно-следственные связи.

<sup>16</sup>Периоды низких глобальных процентных ставок, низкого глобального неприятия риска и высоких показателей роста в СФР определяются как периоды, когда глобальные процентные ставки, неприятие риска и разность в темпах роста между СРЭ и СФР меньше медианных значений за весь период 1980–2009 годов (см. также майский выпуск «Перспектив развития региональной экономики» МВФ 2010 года по Западному полушарию). Глобальная реальная процентная ставка рассчитывается как среднее (с весами по ВВП) реальной ставки рефинансирования Европейского центрального банка (и базовой ставки Бундесбанка в период до 1999 года) и реальной ставки по федеральным фондам США. В качестве представительной величины для степени неприятия риска используется уровень индекса изменчивости Чикагской биржи опционов (VIX). Различия в темпах роста между странами с формирующимся рынком и странами с развитой экономикой представлены разностью между средне-взвешенными темпами роста реального ВВП в каждой группе (не включая офшорные финансовые центры).



Представляется, что это может указывать на по большей части антициклическую направленность денежно-кредитной политики или на то, что адаптивная денежно-кредитная политика проводилась при недостаточно благоприятных экономических перспективах и (или) низкой ожидаемой инфляции в СРЭ (см. Calvo et al., 2001). И наоборот, в ходе недавнего мирового кризиса склонность к принятию риска не всегда шла вместе с низкими процентными ставками, особенно в условиях финансового стресса. Было два относительно длинных периода, когда все три названных условия имели место одновременно: 1) период перед кризисом в Азии (1991–1996 годы, не включая 1994 год по причине меньших расхождений в темпах роста и 1995 год вследствие более высоких мировых процентных ставок) и 2) период перед недавним глобальным кризисом (2004–2007 годы). Учитывая снижение степени неприятия риска с конца 2010 года, предстоящий период может также дать сходное совпадение названных выше трех условий.

Совокупные чистые потоки капитала в СФР в течение эпизодов каждого типа были больше, чем в год перед эпизодом и в год после него, и оказывались самыми крупными, когда все три типа эпизодов совпадали (рис. 4.13)<sup>17</sup>. Наиболее резкое увеличение (и спад) потоков имели место вблизи периодов низкой степени неприятия риска — чистые потоки увеличивались на 2¼ процентных пункта ВВП по сравнению с годом до начала такого периода и сокращались на 1¼ процентного пункта после этого периода. И наоборот, увеличение потоков было менее значительным, когда исходные условия характеризовались только низкими мировыми процентными ставками. Действительно, чистые потоки в СФР, как правило, были самыми крупными, когда отмечались одновременно и низкие мировые процентные ставки, и низкая степень неприятия риска (рис. 4.14), тогда как в случаях высокого неприятия риска, но низких мировых процентных ставок чистые потоки были лишь незначительно больше, чем при неблагоприятном характере обоих этих условий.

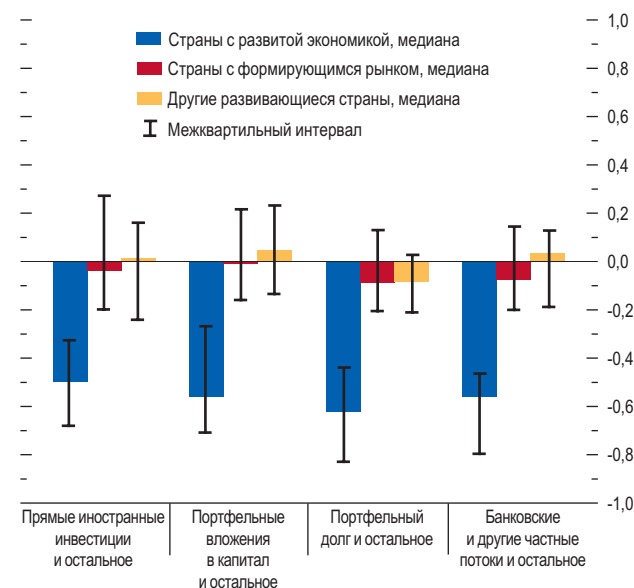
Указанная динамика потоков капитала вблизи описанных альтернативных эпизодов определялась в основном банковскими и другими частными потоками (см. рис. 4.13 и 4.14). Рост этих потоков обычно был наиболее активным в течение эпизода и, аналогичным образом, характеризовался наиболее резким падением после его окончания.

<sup>17</sup>В случае многолетних периодов чистые потоки берутся как среднее за несколько лет.

### Рисунок 4.10. Корреляции между чистыми потоками различных видов и остальным финансовым счетом

(Коэффициент корреляции Пирсона для различных видов потоков в процентах от ВВП)

В странах с развитой экономикой различные виды потоков были, в целом, взаимозаменяемыми в пределах финансового счета, что помогало снизить изменчивость совокупных чистых потоков. В странах с формирующимся рынком и других развивающихся странах ситуация была иной.



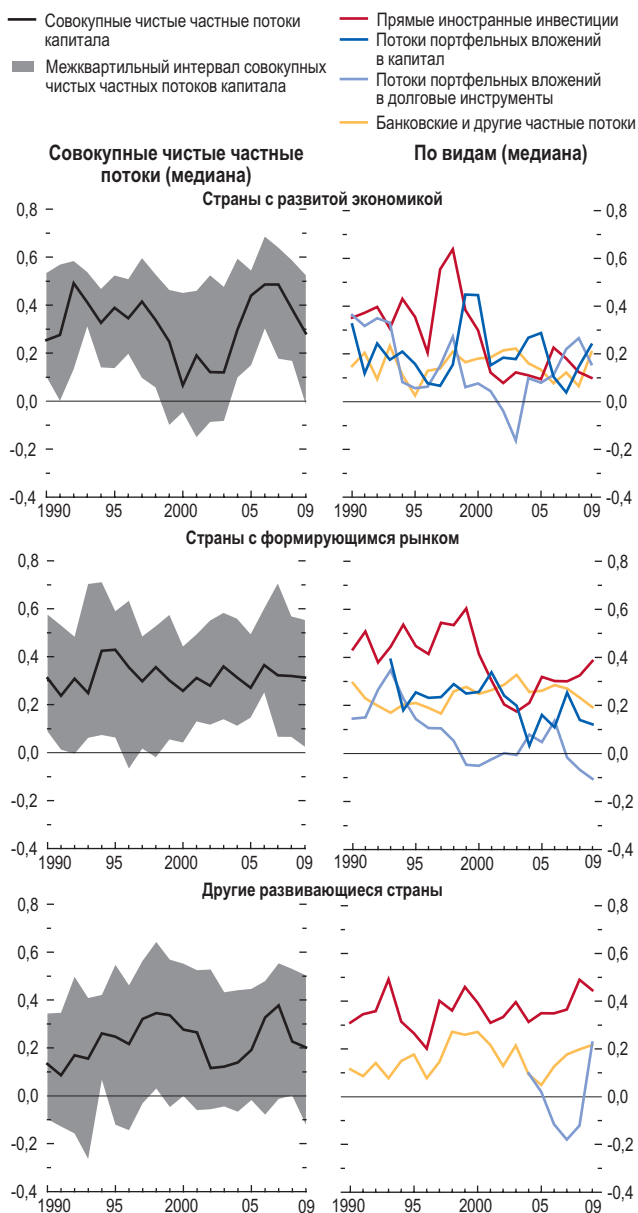
Источники: МВФ, «Статистика платежного баланса»; национальные источники; расчеты персонала МВФ.

Примечание. Вертикальные полосы представляют медианную корреляцию (по срезу стран) между чистыми потоками конкретного вида в процентах от ВВП и остальным финансовым счетом, рассчитываемым по годовым данным за 1980–2009 годы. Группы не включают офшорные финансовые центры.

### Рисунок 4.11. Стойкость чистых частных потоков капитала

(Кoeffициенты регрессии AR(1) чистых частных потоков капитала в процентах от ВВП)

Стойкость чистых частных потоков капитала в целом является низкой, и между группами стран не отмечается существенных различий по данному показателю. Среди различных видов потоков чистые потоки портфельных вложений в долговые инструменты представляются наименее стойкими.



Источники: МВФ, «Статистика платежного баланса»; национальные источники; расчеты персонала МВФ.

Примечание. Стойкость любого конкретного потока представлена его коэффициентом регрессии AR(1), рассчитанным за предыдущий 10-летний период для каждой страны (например, значение для 1990 года соответствует коэффициенту AR(1) в 1981–1990 годах) с использованием годовых данных. Медиана показана только в тех случаях, когда коэффициент AR(1) для конкретного 10-летнего периода и вида потоков может быть рассчитан не менее чем для одной пятой стран в группе. Группы не включают офшорные финансовые центры.

В частности, банковские и другие частные потоки представляются сильно коррелированными с изменениями в степени неприятия риска в мире. Хотя все другие виды потоков обычно увеличиваются в течение рассматриваемых альтернативных эпизодов, их динамика по окончании соответствующих эпизодов различается. Потоки портфельного долга и вложений в фондовые инструменты, как правило, оставались на повышенном уровне в конце периодов, характеризовавшихся относительно высокими показателями роста в СФР, но снижались по окончании периодов либеральных глобальных условий финансирования (то есть низких процентных ставок в СРЭ и низкой степени неприятия риска). Это может отражать антициклический характер портфельных потоков в СФР: более высокие чистые потоки в конце периода высоких показателей роста могли способствовать удовлетворению более значительных потребностей стран-получателей в финансировании. И наоборот, ПИИ обычно оставались на высоком уровне даже после окончания периода либеральных глобальных условий финансирования, но падали в конце эпизодов активного роста в СФР. В целом повышение и сокращение ПИИ в течение альтернативных эпизодов и после них представляются менее заметными, чем повышение и сокращение других видов потоков<sup>18</sup>.

Итак, исследования конкретных эпизодов показывают, что в периоды времени, близкие к рассматриваемым эпизодам, в СФР динамика чистых потоков капитала, находящаяся за пределами контроля директивных органов, имеет форму перевернутой V-образной кривой, свидетельствуя о ненадежности потоков капитала с точки зрения страны-получателя. Таким образом, чистые потоки в СФР, как правило, были временно выше в периоды низких мировых процентных ставок и низкой степени неприятия риска. Кроме того, повышение чистых потоков в СФР было значительно более заметным в периоды, характеризовавшиеся одновременно и низкими мировыми процентными ставками, и низкой степенью неприятия риска. Представляется, что динамика чистых потоков в основном определяется банковскими и другими частными потоками. Другие виды

<sup>18</sup>Ряд проведенных проверок результатов на устойчивость, например, исключение 10 крупнейших СФР или включение в выборку офшорных финансовых центров, не изменил эту картину. Сходство характеристик чистых потоков капитала во всех регионах СФР отвергает гипотезу о том, что связь между глобальными эпизодами и потоками капитала в СФР определяется лишь несколькими странами, имеющими системную значимость.

потоков тоже обычно увеличиваются в течение рассматриваемых эпизодов, но не всегда сокращаются по их окончании.

**В какой степени вариация чистых потоков капитала определяется глобальными и региональными факторами?**

Мы используем модель глобальных факторов, чтобы оценить, насколько значимую роль в объяснении вариации в чистых потоках в СФР играют общие факторы (глобальные и региональные) относительно характерных для конкретных стран факторов. Крупная или растущая доля общей вариации в чистых потоках, объясняемой общими факторами, свидетельствовала бы о том, что потоки капитала все в большей мере определяются за пределами внутренней экономики.

Результаты оценки модели подчеркивают доминирующую роль характерных для конкретных стран факторов (представленных остаточным членом модели) в объяснении вариации в динамике потоков капитала в СФР (рис. 4.15)<sup>19</sup>. Однако они также показывают, что доля вариации, объясняемая общими факторами, в последние два десятилетия была больше, увеличившись с менее 15 процентов в 1980-х годах до примерно 23 процентов в 1990-х годах и до более 30 процентов в 2000-х годах<sup>20</sup>. Для сравнения, в случае СРЭ доля вариации, объясняемая общими факторами, намного меньше: она колеблется на уровне примерно 10 процентов и в последнее десятилетие была ниже, чем в 1990-х годах.

Представляется, что в рамках совокупности общих факторов для СФР с середины 1990-х годов выросла относительная значимость региональных факторов. Это может быть связано с широкими мерами по либерализации счетов операций с капиталом во многих СФР в 1990-х годах, последующим кризисом в Азии в конце 1990-х годов, увеличением трансграничных финансовых связей в группе стран Европы с формирующимся рынком с середины 1990-х годов и общим увеличением глобальных потоков капитала с 1990-х годов, который имел сильный региональный компонент. В частности, более значительный вес региональных факторов в СФР,

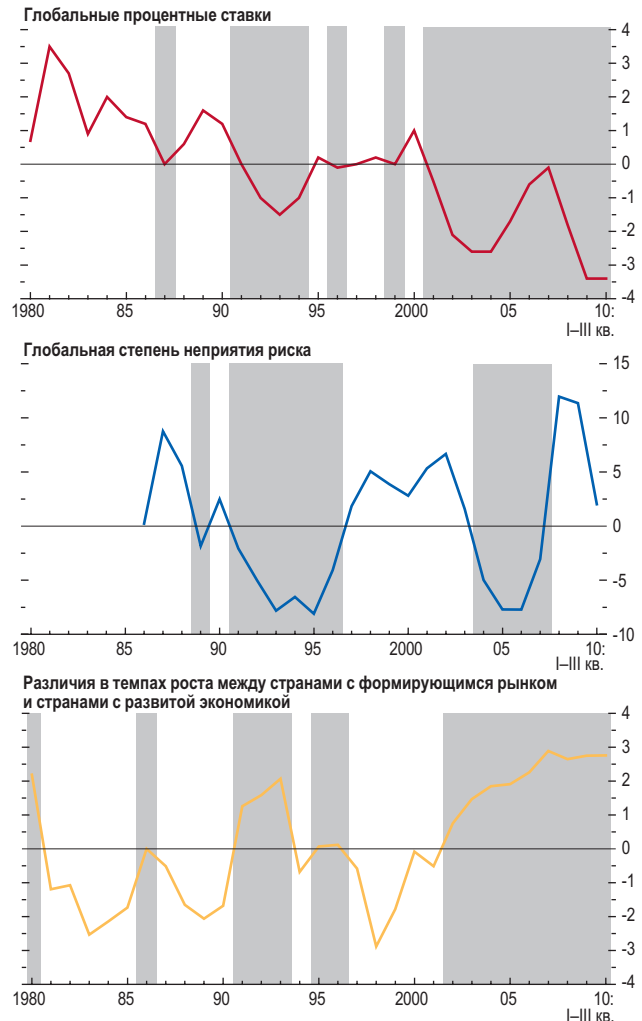
<sup>19</sup>Конкретные характеристики модели описываются в приложении 4.3.

<sup>20</sup>Эти оценки сходны с результатами работы Levchenko and Mauro (2007) для неоднородной группы СФР, но ниже полученных в работе Calvo, Leiderman, and Reinhart (1993) по Латинской Америке.

**Рисунок 4.12. Прошлые периоды либеральных условий внешнего финансирования и значительных различий в темпах роста между странами с формирующимся рынком и странами с развитой экономикой**

(Отклонения от медианы в процентных пунктах)

Отмечалось два длительных периода, в течение которых либеральные условия внешнего финансирования (низкие процентные ставки в странах с развитой экономикой и низкая степень неприятия риска) совпадали со значительными расхождениями в темпах роста между странами с формирующимся рынком и странами с развитой экономикой: перед кризисом в Азии (1991–1996 годы, не включая 1994–1995 годы) и в преддверии недавнего мирового финансового кризиса (2004–2007 годы).

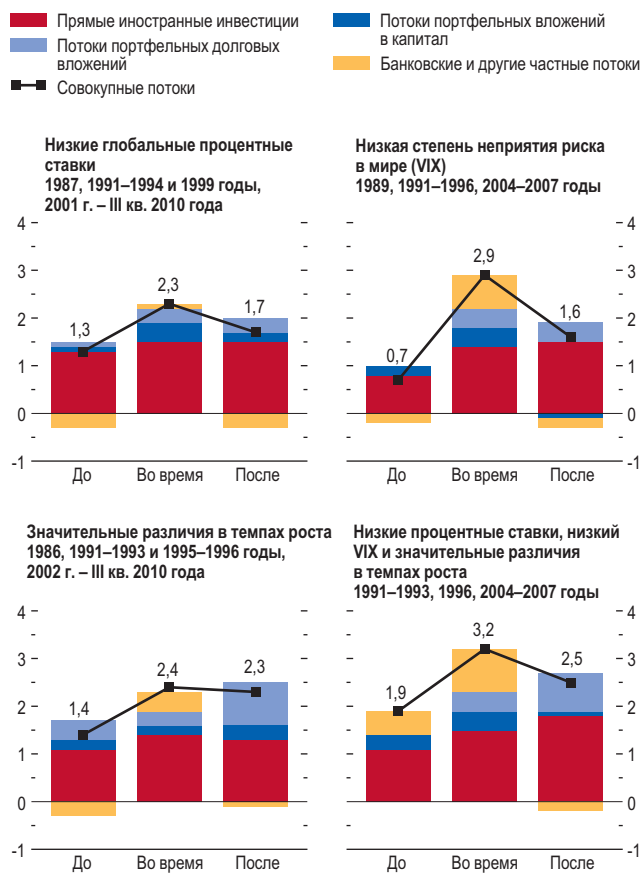


Источники: Haver Analytics; расчеты персонала МВФ.

Примечание. Глобальная процентная ставка рассчитывается как среднее (с весами по ВВП) реальной ставки рефинансирования Европейского центрального банка (и базовой ставки Бундесбанка в период до 1999 года) и реальной ставки по федеральным фондам США. Из номинальных ставок по каждой стране вычитаются ожидаемые темпы инфляции на один год вперед, что дает показатель ожидаемых будущих реальных процентных ставок. В качестве представительной величины для глобальной степени неприятия риска используется уровень индекса изменчивости Чикагской биржи опционов (VIX), представляющий ожидания рынка в отношении изменчивости фондового рынка на следующие 30 дней. Различия в темпах роста между странами с формирующимся рынком и странами с развитой экономикой представлены разностью между средневзвешенными темпами роста реального ВВП в каждой группе (не включая офшорные финансовые центры), где весами являются доли стран в совокупном номинальном ВВП группы в долларах США. Затененные области представляют периоды либеральных условий внешнего финансирования или значительных расхождений в темпах роста.

**Рисунок 4.13. Чистые частные потоки капитала в периоды либеральных условий внешнего финансирования и значительных различий в темпах роста между странами с формирующимся рынком и странами с развитой экономикой**  
(В процентах от ВВП)

Чистые частные потоки капитала в страны с формирующимся рынком достигали пиковых уровней в периоды, когда одновременно складывались три условия: низкие мировые процентные ставки, низкая степень неприятия риска и значительные различия в темпах роста между странами с формирующимся рынком и странами с развитой экономикой. Потоки, как правило, были больше, чем в год перед этим и в год после того, и оказывались самыми крупными, когда все три условия складывались одновременно. Наиболее резкое увеличение (и последующий спад) потоков имели место вблизи периодов низкой степени неприятия риска.



Источники: МВФ, «Статистика платежного баланса»; национальные источники; расчеты персонала МВФ.

Примечание. Чистые частные потоки капитала не включают производные потоки. Значения для каждого столбца соответствуют среднему за годы, входящие в каждый период из ряда лет, в течение которого действовало рассматриваемое условие, и где годовые данные рассчитаны как сумма чистых потоков капитала по странам, разделенная на суммарную величину номинального ВВП (оба показателя в долларах США) для той же группы стран. Сводные показатели по группам не включают офшорные финансовые центры.

чем в СРЭ, подчеркивает более высокую чувствительность международных инвесторов к региональным различиям между СФР, чем между СРЭ.

В заключение можно отметить, что хотя общие факторы представляются более значимыми для СФР, чем для СРЭ в объяснении вариации в чистых потоках, подавляющая часть этой вариации, тем не менее, объясняется факторами, характерными для конкретных стран. Это подтверждает идею о том, что определяющим фактором долгосрочных тенденций потоков капитала в страны-получатели являются структурные характеристики стран. Таким образом, любой формальный анализ роли глобальных циклических переменных в качестве фактора, определяющего потоки капитала, должен учитывать такие характеристики конкретных стран.

### Сказываются ли прямые финансовые позиции на том, как потоки частного капитала реагируют на изменения в денежно-кредитной политике США?

В данном разделе делается попытка оценить, как прямые финансовые позиции относительно США сказываются на воздействии, которое оказывают изменения в денежно-кредитной политике США на чистые потоки частного капитала в СФР. Следуя принятому в литературе подходу, мы сосредоточим свое внимание на процентной ставке интервенции США в качестве представительного показателя глобальных денежно-кредитных условий, учитывая системную значимость США в глобальной экономике<sup>21</sup>.

#### Методология

Мы используем схему панельной регрессии с фиксированными эффектами, учитывающими все не связанные со временем особенности экономики на уровне отдельных стран и их структурные характеристики. Выборка состоит из 50 стран (30 СФР и 20 СРЭ), по которым есть данные о потоках капитала с квартальной периодичностью за период с I квартала 1989 года по III квартал 2010 года<sup>22</sup>. Роль денежно-кредитной политики США

<sup>21</sup>При этом в рамках одного из основных тестов на устойчивость результатов отдельно проводится оценка базисной регрессии с учетом изменений процентной ставки в зоне евро (более подробно см. приложение 4.4).

<sup>22</sup>Размер выборки сокращается вследствие отсутствия данных по квартальным потокам капитала, ВВП или внутренним объясняющим переменным по некоторым странам.

(в числе других глобальных факторов) в качестве определяющего фактора потоков капитала в другие страны исследовалась во многих работах, но при этом данная глава опирается на имеющуюся литературу по двум основным аспектам.

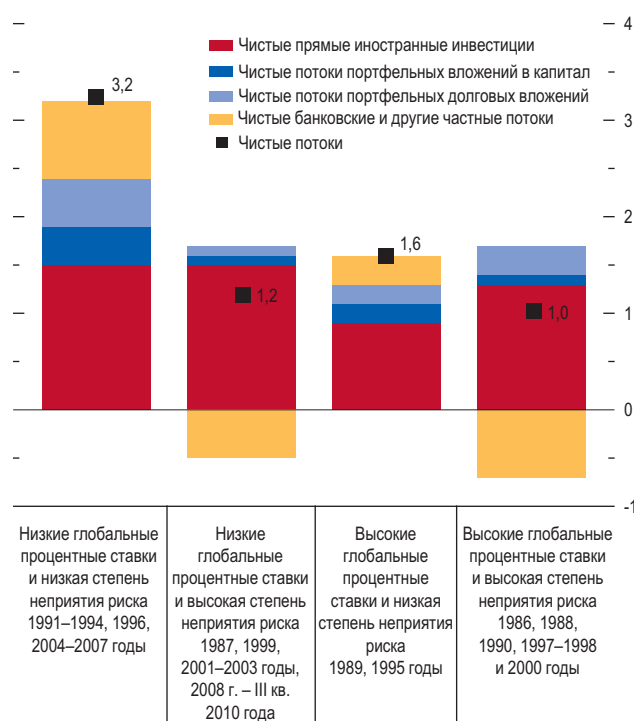
- Здесь определяется, как различия в прямых финансовых позициях стран относительно США сказываются на том влиянии, которое изменения в денежно-кредитной политике США оказывают на чистые потоки капитала в эти страны, если сделать поправки на все общие явления, в том числе, на любые общие последствия изменений в денежно-кредитной политике США. В предыдущих исследованиях делалась попытка оценить совокупное воздействие денежно-кредитной политики США на потоки капитала просто путем включения процентных ставок США в определенный набор глобальных контрольных переменных. Делая выбор в пользу явного установления рассматриваемых глобальных переменных, эти исследования не допускают возможности использования условных переменных времени в качестве представительных величин для глобальных общих факторов, имеющих единый в глобальных масштабах характер<sup>23</sup>. Это создает у названных работ потенциальную проблему упущенных переменных: как можно отделить влияние общих событий, которые могли оказать значительное влияние на потоки капитала (например, план Брэйдли 1989 года, кризис в Азии 1997–1998 годов, террористические акты 11 сентября), от изменений в денежно-кредитной политике США, с которыми они могли совпадать по времени? Чтобы решить эту проблему, мы сначала включаем в регрессию условные переменные времени, отражающие среднее влияние всех глобальных факторов на чистые потоки (включая денежно-кредитную политику США), без попытки определить, какие именно факторы это могли бы быть. Затем мы используем тот факт, что некоторые страны характеризуются более значительными финансовыми связями с США, чем другие (см. приложение 4.4), чтобы сосредоточить внимание на более узком вопросе о том, как различия в прямых финансовых позициях стран относительно США сказываются на различиях во влиянии, оказываемом

<sup>23</sup>Включение обеих условных переменных времени, учитывающих все связанные с временем события и другие глобальные переменные, которые меняются только со временем, но не между странами, делает панельную регрессию подверженной проблеме абсолютной коллинеарности.

**Рисунок 4.14. Чистые частные потоки в страны с формирующимся рынком при различных условиях финансирования**

(В процентах от ВВП)

Чистые потоки капитала в страны с формирующимся рынком обычно были наиболее сильными, когда глобальные денежно-кредитные условия и отношение к риску были либеральными, тогда как при высокой степени неприятия риска (но низких глобальных процентных ставках) потоки были лишь немного выше чистых потоков при неблагоприятном характере обоих условий.



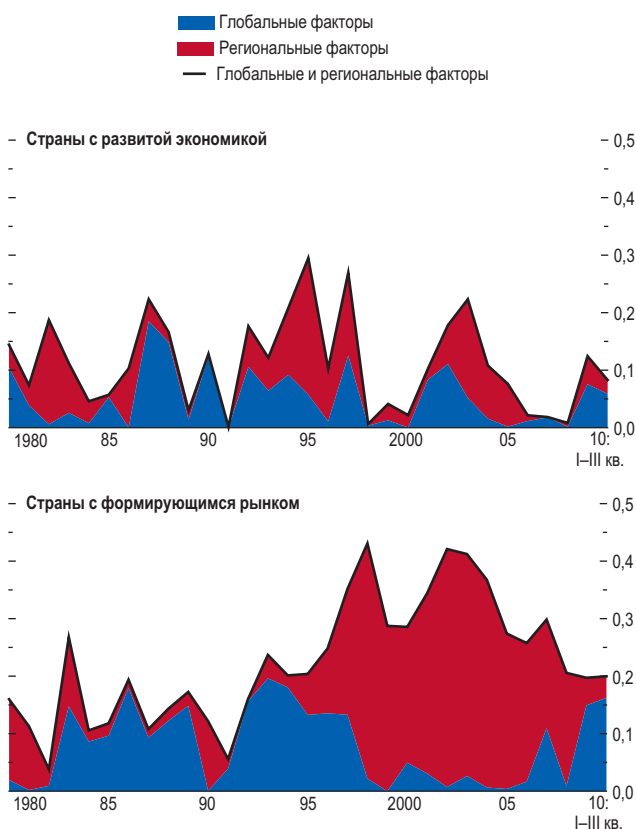
Источники: МВФ, «Статистика платежного баланса», национальные источники; расчеты персонала МВФ.

Примечание. Чистые частные потоки капитала не включают производные потоки. Значения для каждого столбца соответствуют среднему за годы, входящие в каждый период из ряда лет, в течение которого действовало рассматриваемое условие, и где годовые данные рассчитаны как сумма чистых потоков капитала по странам, разделенная на суммарную величину номинального ВВП (оба показателя в долларах США) для той же группы стран. Сводные показатели по группам не включают офшорные финансовые центры.

### Рисунок 4.15. Общие факторы, лежащие в основе вариации в чистых частных потоках капитала в странах с развитой экономикой и страны с формирующимся рынком

(R-квадрат)

Глобальные и региональные факторы объясняют только небольшую часть вариации чистых частных потоков капитала в страны с развитой экономикой и страны с формирующимся рынком, что подчеркивает важность характерных для конкретных стран факторов. Однако доля вариации, объясняемая региональными факторами в странах с формирующимся рынком, с течением времени увеличивалась, что указывает на более высокую чувствительность иностранных инвесторов к региональным различиям между странами с формирующимся рынком, чем между странами с развитой экономикой.



Источники: МВФ, «Статистика платежного баланса»; национальные источники; расчеты персонала МВФ.

Примечание. Синяя зона соответствует доле вариации чистых потоков в процентах от ВВП между странами в пределах каждой группы, которая объясняется глобальными факторами (условные переменные времени), относительно спецификации только с константой (без условных переменных времени). Красная зона соответствует дополнительной вариации чистых потоков в процентах от ВВП, объясняемой региональными факторами (региональные условные переменные времени). Черной линией обозначена совокупная вариация чистых потоков, совместно объясняемая глобальными и региональными факторами. Обе выборки не включают офшорные финансовые центры. Дополнительная информация по процедуре проведения оценки приводится в приложении 4.3.

денежно-кредитной политикой США. А именно: изменения процентной ставки в США умножаются на показатель прямых финансовых позиций каждой страны относительно США, чтобы определить различия во влиянии изменений в денежно-кредитной политике США на чистые потоки в страны с прямыми финансовыми позициями по сравнению со странами, не имеющими таких позиций. Прямая финансовая позиция страны относительно США измеряется как отношение суммы ее активов и обязательств относительно США к общей сумме ее внешних активов и обязательств.

- В данной главе проводится разделение фактических и непредвиденных изменений в реальных процентных ставках в США — в рассматриваемых исследованиях подобное разделение ранее не проводилось<sup>24</sup>. Поскольку реализованные или фактические изменения в денежно-кредитной политике США могут частично быть ожидаемыми, потоки капитала могут меняться на момент получения информации (отражая ориентированное на перспективу поведение инвесторов), а не в момент, когда реализуется (фактически происходит) изменение ставки, что ослабляет любые оцененные влияния изменений в денежно-кредитной политике на потоки капитала. Кроме того, если денежно-кредитная политика США характеризуется антициклической реакцией на динамику экономической ситуации в США (что, с большой вероятностью, оказывает независимое влияние на глобальные потоки), то реакция потоков капитала на изменения процентных ставок в США может оказываться приглушенной. Чтобы избежать этой проблемы, мы строим ряд для непредвиденных изменений в денежно-кредитной политике США, используя подход, предложенный в работе Kuttner (2001), и проводя их агрегирование до квартальной периодичности, пользуясь методом, примененным

<sup>24</sup>В смежной литературе по международным финансам анализировалось влияние изменчивости в денежно-кредитной политике США или неожиданных изменений в ней на самые различные переменные. Эти переменные включали мировые цены на акции (см. Laeven and Tong, 2010), спреда по облигациям стран с формирующимся рынком (см. Hartelius, Kashiwase, and Kodres, 2008), потоки капитала США (см. Fratzscher, Saborowski, and Straub, 2010) и внутреннюю денежно-кредитную и курсовую политику (см. Miniane and Rogers, 2007; Bluedorn and Bowdler, 2010).

в работе Bluedorn and Bowdler (2011)<sup>25</sup>. В дополнение к этому, чтобы обеспечить невозможность смещения изменений в денежно-кредитной политике США с влиянием новаций роста, мы также вносим поправку на неожиданные изменения в темпах роста в США<sup>26</sup>.

Соответственно, наша базовая спецификация в сокращенной форме выглядит следующим образом:

$$y_{i,t} = \alpha_i + \alpha_t + \sum_{s=0}^8 \beta_s (\omega_i \times \Delta r_{us,t-s}) + \sum_{s=0}^8 \lambda_s (\delta_i \times \Delta g_{us,t-s}) + X_{i,t-1} \gamma + \varepsilon_{i,t}, \quad (4.1)$$

где  $i$  представляют индексы стран, а  $t$  является индексом времени (квартальные даты);  $y_{i,t}$  — отношение чистых потоков капитала к ВВП;  $\alpha_i$  — фиксированные эффекты, характерные для конкретных стран, а  $\alpha_t$  — фиксированные эффекты времени;  $\omega_i$  — вес по прямой финансовой позиции относительно США;  $\Delta r_{us,t}$  — показатель изменения в денежно-кредитной политике США, представленного здесь либо фактическим, либо непредвиденным изменением ставки;  $\delta_i$  — веса по прямому торговому взаимодействию с США;  $\Delta g_{us,t}$  — ошибка прогнозов в отношении темпов роста в США;  $X_{i,t-1}$  — вектор взятых с лагами дополнительных контрольных переменных, включая следующие: внутренняя краткосрочная реальная (по факту) процентная ставка; реальные темпы роста внутреннего ВВП; составной уровень риска согласно «Международному справочнику по страновому риску» (МССР); логарифм номинального ВВП для учета размеров экономики и совокупного внутреннего спроса; отношение ликвидных обязательств к ВВП для учета емкости внутреннего финансового рынка (Beck, Demirgüç-Kunt, and Levine,

<sup>25</sup>Более конкретно, изменение фьючерсной цены федеральных фондов (которая зависит от рыночных ожиданий в отношении политики США) в периоды времени, близкие к запланированным заседаниям Комитета по операциям на открытом рынке ФРС дает непредвиденный или неожиданный компонент фактического изменения ставки интервенций в США. Эти изменения, имеющие дневную периодичность, затем распределяются по кварталам (более подробно см. приложение 4.4).

<sup>26</sup>Чтобы рассчитать компонент неожиданного изменения в темпах роста в США, берется разность между фактическим показателем роста в заданном квартале и прогнозом роста на один шаг вперед, взятым из Обследования профессиональных составителей прогнозов, в предыдущем квартале. Эти показатели затем взвешиваются по доле двусторонней торговли с США для каждой из стран.

2000 и 2009); показатель фактического использования режима привязки обменного курса (Kaminsky, Reinhart, and Végh, 2004; Ilzetki, Reinhart, and Rogoff, 2008); индекс официальной степени открытости счета операций с капиталом страны (Chinn and Ito, 2006 and 2008; Aizenman, Chinn, and Ito, 2010);  $\varepsilon_{i,t}$  — член ошибки с нулевым средним. Соответственно,  $\beta_0 \times \omega$  представляет разницу в непосредственном влиянии изменения в денежно-кредитной политике США на чистые потоки в страну, имеющую прямую финансовую позицию в размере  $\omega$  относительно США, по сравнению со страной, не имеющей прямой финансовой позиции.

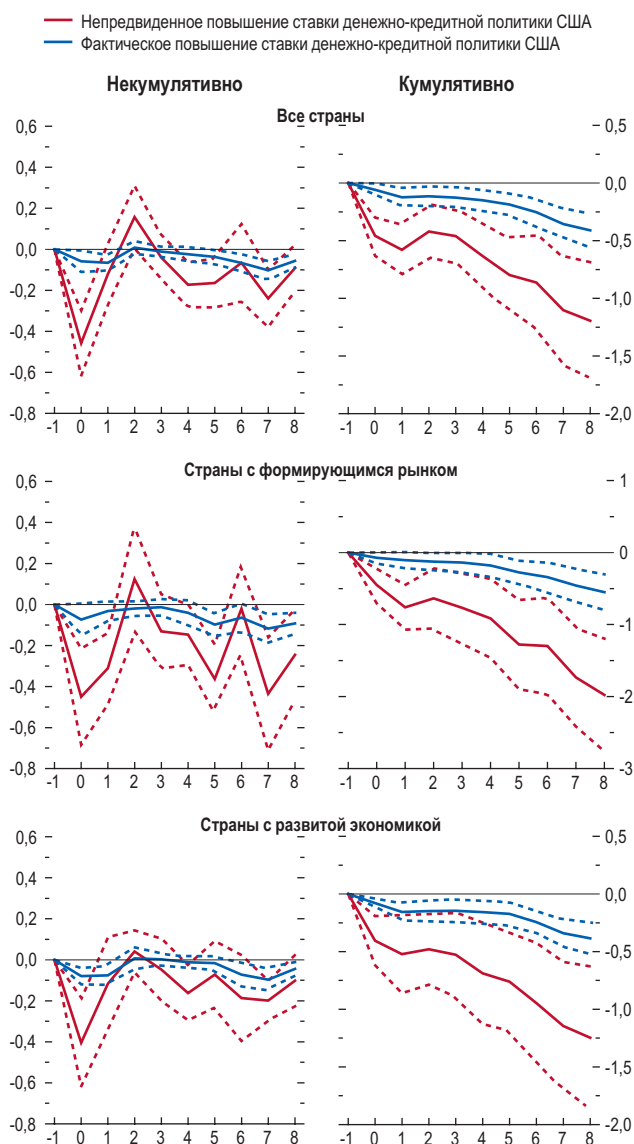
### Чувствительны ли чистые потоки капитала в страны с прямой финансовой позицией относительно США к денежно-кредитной политике США?

Важнейший вывод заключается в том, что в странах с прямой финансовой позицией относительно США наблюдается дополнительное отрицательное влияние на чистые потоки капитала, оказываемое ужесточением денежно-кредитной политики в США, сверх влияния, которое это ужесточение политики оказывает на страны, не имеющие прямой финансовой позиции относительно США. Это означает, что относительное влияние изменений в денежно-кредитной политике США является более сильным (слабым) в случае стран с большей (меньшей) прямой финансовой позицией относительно США. Это различие во влиянии денежно-кредитной политики США везде в данной главе называется «дополнительным» влиянием, поскольку оно всегда измеряется относительно страны, не имеющей прямой финансовой позиции относительно США. Кроме того, дополнительное влияние денежно-кредитной политики, оцененное для случая непредвиденных изменений, оказывается больше, чем соответствующее влияние, оцененное для такого же фактического изменения ставки (рис. 4.16). Для всей выборки непредвиденное повышение реальной процентной ставки в США на 1 стандартное отклонение (примерно равное 5 базисным пунктам) вызывает статистически значимое сокращение чистого потока в страну со средней прямой финансовой позицией относительно США (около 16 процентов) в размере порядка 1/2 процентного

### Рисунок 4.16. Различия между странами в реакции чистых частных потоков капитала на ужесточение денежно-кредитной политики США

(В процентах от ВВП)

Непредвиденное ужесточение денежно-кредитной политики в США оказывает немедленное и статистически значимое отрицательное дополнительное влияние на чистые потоки в страны с прямой финансовой позицией относительно США по сравнению со странами, не имеющими такой позиции. Дополнительное влияние в случае фактического повышения ставки в США является значительно меньшим.



Источник: расчеты персонала МВФ.

Примечание. Выборка стран, включенных в анализ, приводится в приложении 4.1. Зависимой переменной являются совокупные чистые частные потоки капитала в процентах от ВВП. По оси x показано количество кварталов, прошедших после воздействия. Воздействие в нулевом квартале нормализовано по непредвиденному повышению ставки на одно стандартное отклонение для страны, имеющей среднюю для группы финансовую позицию. Исходное воздействие указано в перечне обозначений. Пунктирные линии показывают интервалы в одну стандартную ошибку. Спецификация регрессии и набор контрольных переменных приводятся в приложении 4.4.

пункта ВВП в первом квартале. Кумулятивно оно возрастает до  $1\frac{1}{4}$  процентного пункта от ВВП по истечении двух лет<sup>27</sup>. Кумулятивное влияние показывает кумулятивную разницу в динамическом влиянии постоянного повышения ставки в США на чистые потоки в страну со средней финансовой позицией относительно США, по сравнению со страной, не имеющей прямой финансовой позиции. Это дополнительное влияние значительно слабее в случае такого же фактического изменения ставки (повышение на 12 базисных пунктов), которое ведет к снижению относительных чистых потоков менее чем на одну десятую процентного пункта ВВП в момент изменения ставки и примерно на  $\frac{1}{2}$  процентного пункта ВВП по истечении двух лет. Причина может заключаться в том, что, когда изменения в денежно-кредитной политике США происходят неожиданно, имеющие перспективный взгляд инвесторы могут в большей степени пересматривать свои ожидаемые будущие прибыли от альтернативных международных инвестиций вследствие изменения ожиданий относительно будущей динамики в политике и экономике США. Таким образом, подобные неожиданные изменения в политике ведут к более резкому перебалансированию портфелей (а потому и к более резкому изменению чистых потоков) между странами, имеющими прямые финансовые позиции относительно США.

Отрицательное дополнительное влияние ужесточения денежно-кредитной политики США

<sup>27</sup>Некумулятивная импульсная реакция показывает дополнительное влияние временного повышения ставки интервенций в США на чистые потоки для страны, находящейся на среднем для выборки уровне по прямой финансовой позиции относительно США (0,16 для выборки в целом, 0,17 для СФР и 0,14 для СРЭ), относительно страны, не имеющей такой позиции. Кумулятивные реакции показывают кумулятивные различия во влиянии, когда повышение ставки в США является постоянным и распространяется на следующие восемь кварталов (для страны со средней прямой финансовой позицией по отношению к США, по сравнению со страной, не имеющей такой позиции). Поскольку процентные ставки в США на настоящий момент находятся на рекордно низком уровне, более уместным представляется рассматривать кумулятивную дополнительную реакцию, соответствующую постоянному изменению ставки в США, которая по этой причине и оказывается в центре внимания остальной части проводимого регрессионного анализа. При этом долгосрочное дополнительное влияние изменений в денежно-кредитной политике США считается значимым, когда сумма частичных коэффициентов, соответствующих восьми лагам переменной политики США, является статистически значимой независимо от того, определяется ли это статистической значимостью каждого отдельного квартала двухлетнего периода или только некоторых из них.



сохраняется и в подвыборке, состоящей только из СФР, и в подвыборке только из СРЭ, не включая США. В обеих подвыборках дополнительное влияние непредвиденного изменения ставки превышает влияние фактического изменения ставки, подтверждая мысль о том, что, если рассматривать только фактические изменения ставок, это ведет к недооценке влияния, которое изменения в денежно-кредитной политике США оказывают на чистые потоки в страны, имеющие прямую финансовую позицию относительно США. В случае СФР со средней прямой финансовой позицией относительно США (17 процентов) непредвиденное изменение ставки ведет к немедленному дополнительному сокращению потоков на  $\frac{1}{2}$  процентного пункта от ВВП, которое кумулятивно составляет 2 процентных пункта от ВВП по истечении двух лет (в сравнении с СФР, не имеющей прямой финансовой позиции относительно США). При этом и краткосрочный, и долгосрочный дополнительные эффекты являются статистически значимыми. Здесь также кумулятивное дополнительное влияние фактического изменения ставки оказывается меньше ( $\frac{1}{2}$  процентного пункта от ВВП), но при этом после первого года оно является статистически значимым. Непосредственное и кумулятивное дополнительное влияние на чистые потоки в СРЭ с прямыми финансовыми позициями относительно США аналогично влиянию в случае СФР.

Вышеприведенные результаты выдерживают целый ряд проверок на устойчивость, которые более подробно рассматриваются в приложении 4.4. В числе этих тестов было проведено следующее: оценка явной динамической модели, включающей величины взятых с лагом чистых потоков капитала в качестве независимых переменных регрессии; ограничение выборки десятью крупнейшими странами; включение в выборку офшорных финансовых центров; введение дополнительных контрольных переменных (таких как ошибки прогнозов в отношении темпов роста в зоне евро, изменения реальных процентных ставок в зоне евро, изменения в степени неприятия риска на глобальном уровне); введение структурного разрыва в 1997 году; оценка модели за период до 2008 года. Основным результатом остается тем же: ужесточение денежно-кредитной политики в США оказывает дополнительное отрицательное влияние на потоки капитала в СФР, имеющие прямые финансовые позиции относительно США, по сравнению с СФР, не имеющими таких позиций. В частности, эта чувствительность сохраняется даже в период после конца 1990-х годов, который характеризовался принципиальными изменениями на мировых рынках капитала (как изложено в главе

2 апрельского «Доклада по вопросам глобальной финансовой стабильности» 2007 года).

Среди других существенных взаимосвязей между чистыми потоками в СФР и внутренними контрольными переменными — положительная связь между потоками капитала и темпами роста реального ВВП, размером экономики (который является представительной величиной для роли внутреннего спроса), емкостью финансового рынка, более низким уровнем риска и наличием в стране режима валютной привязки, хотя только первые две связи являются статистически значимыми (см. приложение 4.4). Неожиданным результатом является то, что чистые потоки в СФР имеют отрицательную корреляцию с реальными внутренними процентными ставками. Это может быть отражением того факта, что СФР переживают неожиданные остановки в потоках капитала или изменение их направленности даже в тех случаях, когда директивные органы СФР повышают внутренние процентные ставки, чтобы предотвратить поворот чистых потоков. При этом в случае СРЭ не отмечается обратной взаимосвязи между чистыми потоками и внутренними реальными процентными ставками, принимая во внимание, что в этих странах было меньше финансовых кризисов<sup>28</sup>.

#### **Зависит ли чувствительность потоков капитала по отношению к денежно-кредитной политике США от характеристик страны-получателя?**

В данном разделе рассматривается вопрос о том, чувствительно ли дополнительное влияние изменений в денежно-кредитной политике США на чистые потоки в СФР, имеющие прямые финансовые позиции относительно США, к структурным и экономическим характеристикам этих стран. Более конкретно, мы исследуем, как такое дополнительное влияние различается в зависимости от степени

<sup>28</sup>В отличие от исследований, в которых делается заключение о значительной роли, которую играет уровень реальной экономической активности в США в определении потоков в развивающиеся страны (см. Mody, Taylor, and Kim, 2001), наши результаты указывают на то, что неожиданные изменения в темпах роста в США не оказывают значимого воздействия на чистые потоки в страны с прямыми торговыми связями с США. Этот вывод сохраняет свою справедливость и в том случае, если неожиданное изменение в темпах роста в США дополняется выявлением ошибки в прогнозе темпов роста для зоны евро. Этот вывод в большей степени согласуется с результатами работ Taylor and Sarno (1997) и Calvo, Leiderman, and Reinhart (1993), где сделано заключение о более существенной роли денежно-кредитной политики США, чем показателей реальной экономической активности в США.

интеграции в мировые финансовые рынки, емкости внутреннего финансового рынка, режима обменного курса и внутреннего экономического роста. Важно подчеркнуть, что полученные результаты не следует трактовать как установление причинно-следственной связи структурных и экономических характеристик с чувствительностью чистых потоков в СФР к денежно-кредитной политике США. По каждой конкретной характеристике полученные результаты показывают наличие дополнительного влияния (непосредственного и кумулятивного) на чистые потоки в страну со средней прямой финансовой позицией относительно США по сравнению с чистыми потоками в страну, не имеющую такой позиции.

### **Роль финансовой глобализации**

Отрицательное дополнительное влияние непредвиденного ужесточения денежно-кредитной политики США обычно сильнее для СФР, в большей степени интегрированных в мировые финансовые рынки (рис. 4.17, первый и второй столбец). Для измерения финансовой глобализации используются два показателя — степень открытости счета операций с капиталом и размеры иностранного участия (авуаров) на внутреннем рынке долговых инструментов в стране. Чистые потоки в страны, интегрированные в финансовые рынки, показывают резкое дополнительное сокращение в ответ на ужесточение денежно-кредитной политики США, тогда как дополнительное влияние на страны, в меньшей степени затронутые процессом глобализации, не является статистически значимым<sup>29</sup>. Фактические изменения ставок сходны с непредвиденными изменениями ставок с точки зрения их влияния на чистые потоки, но это влияние является меньшим.

### **Роль емкости внутреннего финансового рынка и уровня финансового посредничества**

Чистые потоки в СФР с прямыми финансовыми позициями и малой емкостью внутреннего финансового рынка более чувствительны к изменению ставок в США, чем другие (рис. 4.17, третий столбец). Обе категории стран, и имеющие значительную емкость финансового рынка, и те, где она меньше, испытывают дополнительное отрицательное

<sup>29</sup>Этот результат также поддерживает выводы работы Milesi-Ferretti and Tille (2010) о том, что страны с высокой степенью финансовой интеграции испытывали более глубокие спады притока капитала во время глобального финансового кризиса. В рассматриваемой выборке примерами стран с высокой степенью финансовой открытости, если использовать оба показателя, являются Венгрия и Перу.

влияние повышения ставок в США на чистые потоки. Однако этот дополнительный эффект является статистически значимым только в случае стран с более низкой емкостью финансового рынка. Этот результат вызывает удивление, если ожидать, что емкость финансового рынка коррелирует со степенью финансовой глобализации. Чувствительность чистых потоков к повышению ставок в США в странах с узким финансовым рынком может отражать поведение внутренних инвесторов (т.е. валовой отток средств из страны), а не иностранных инвесторов (валовой приток), если учесть, что вложения последних обычно невелики в странах с низкой емкостью финансового рынка (Calderon and Kubota, 2009). Отметим однако, что показатель емкости финансового рынка не эквивалентен финансовой открытости, а служит показателем уровня финансового посредничества внутри страны (Beck, Demirgüç-Kunt, and Levine, 2000 и 2009). Действительно, к этой группе относятся некоторые крупные страны (например, Китай и Индия), имеющие относительно более крупный финансовый сектор, но закрытый счет операций с капиталом.

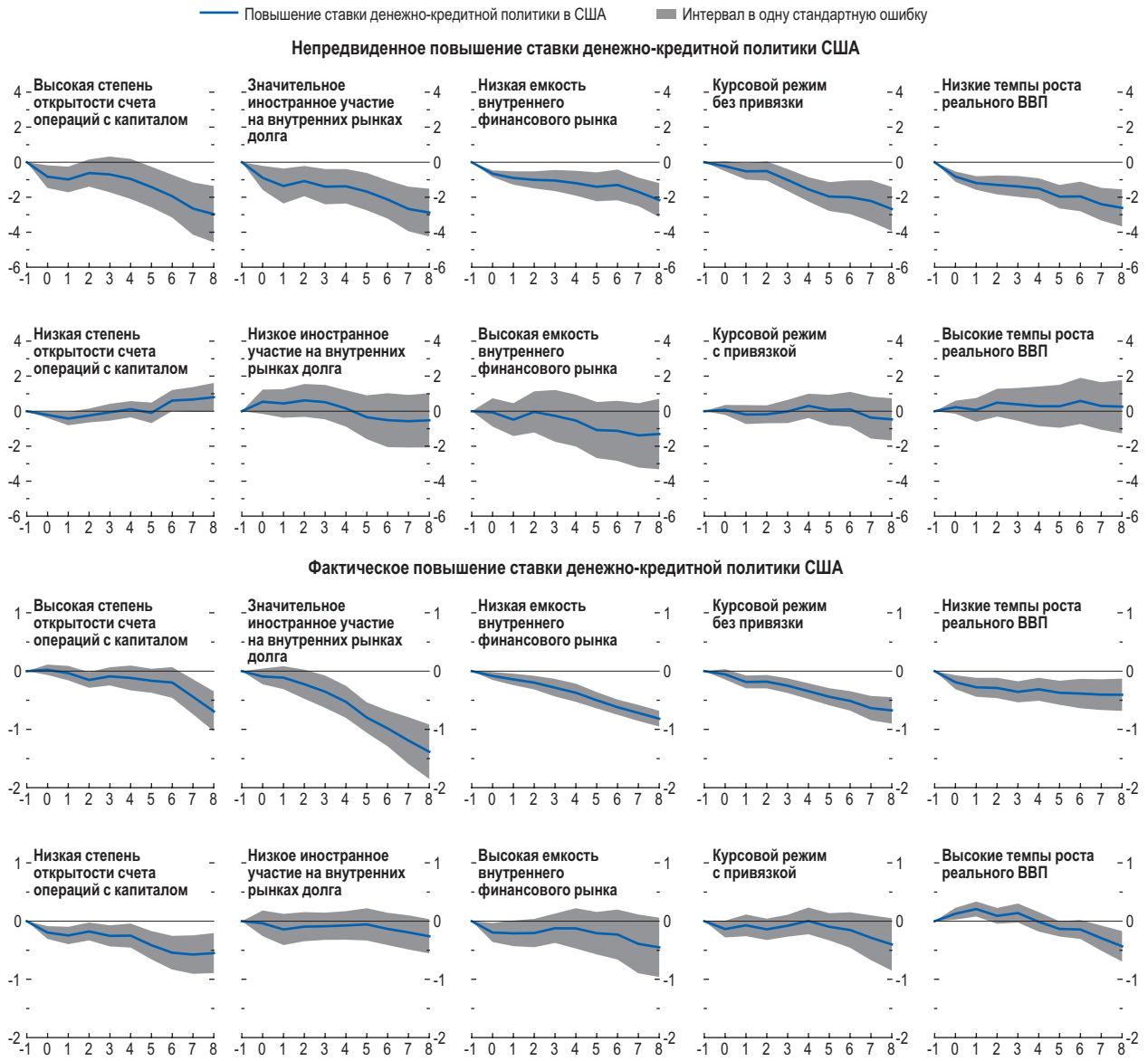
### **Роль режима обменного курса**

Дополнительное влияние ужесточения денежно-кредитной политики в США на чистые потоки в страны с прямыми финансовыми позициями, не имеющие режима валютной привязки, оказывается более резким, чем в случае стран, где действуют такие режимы (рис. 4.17, четвертый столбец)<sup>30</sup>. В частности, в случае относительно гибких режимов непредвиденное повышение ставки в США оказывает дополнительное отрицательное влияние на чистые потоки, являющееся значимым в долгосрочной перспективе. Соответствующее влияние фактического повышения ставки оказывается значимым в краткосрочной и в долгосрочной перспективе, но меньшим по величине. В случае режимов с привязкой начальное и кумулятивное дополнительное влияние никогда не оказывается статистически значимым, независимо от того, является ли повышение ставок в США непредвиденным или нет.

<sup>30</sup>Режимы с привязкой определяются как случаи отсутствия отдельного законного платежного средства, либо фиксации обменного курса в рамках механизма валютного управления, либо действия механизма фиксированной или скользящей привязки, при которой обменный курс (или коридор вокруг него) не меняется более чем на  $\pm 2$  процента. Это соответствует категориям 1 и 2 в классификации фактических обменных курсов в работе Reinhart and Rogoff (2004). Все остальные режимы, которые, как правило, являются более гибкими, определяются как режимы без привязки.

**Рисунок 4.17. Различия в реакции чистых частных потоков капитала в страны с формирующимся рынком на ужесточение денежно-кредитной политики США в разбивке по выборочным экономическим характеристикам (В процентах от ВВП)**

Чувствительность чистых потоков к непредвиденному ужесточению денежно-кредитной политики в США больше в случае стран с формирующимся рынком, имеющих прямую финансовую позицию относительно США, более интегрированных в глобальные финансовые рынки и имеющих менее емкие финансовые рынки, более гибкие обменные курсы или более низкие темпы внутреннего экономического роста (по сравнению со странами, не имеющими финансовых позиций). Аналогичные особенности характерны и для чувствительности чистых потоков к фактическому ужесточению денежно-кредитной политики в США.



Источник: расчеты персонала МВФ.

Примечание. Выборка стран с формирующимся рынком приведена в приложении 4.1. Зависимая переменная представлена совокупными чистыми частными потоками капитала в процентах от ВВП, с ограничением кругом стран с формирующимся рынком, имеющих выбранную характеристику. Разбивка выборки основана на том, находится ли страна выше или ниже медианы по данной характеристике. По оси x показано количество кварталов, прошедших после воздействия. Воздействием в нулевом квартале является постоянное повышение ставки денежно-кредитной политики США, нормализованное по непредвиденному повышению ставки на одно стандартное отклонение для страны, имеющей среднюю для группы финансовую позицию. Спецификация регрессии и набор контрольных переменных приводятся в приложении 4.4.

Различия в реакции стран с привязкой и остальных стран могут быть следствием ряда факторов. Во-первых, несколько стран в выборке, в которых в течение периода выборки действовал режим с более или менее сильной привязкой обменного курса, также имели и относительно более закрытый счет операций с капиталом в течение этого периода (например, Аргентина, Марокко, Россия и большинство стран Азии). И наоборот, несколько стран без валютной привязки также имели и относительно открытый счет операций с капиталом (например, Бразилия, Индонезия, Мексика). Во-вторых, отметим, что курсовой режим без привязки необязательно означает, что движение обменного курса само по себе является полностью гибким. Например, если обменный курс является регулируемым, то отсутствие достаточной коррекции обменного курса может вести к односторонним ставкам на него и усиливать последующую коррекцию в потоках капитала.

### **Роль внутреннего экономического роста**

Страны с прямыми финансовыми позициями и относительно низкими показателями роста показывают более резкую дополнительную отрицательную реакцию на непредвиденное ужесточение денежно-кредитной политики в США (рис. 4.17, правый столбец). И наоборот, дополнительное влияние непредвиденного повышения ставок в США на чистые потоки капитала оказывается незначимым для стран с прямыми финансовыми позициями, когда они характеризуются высокими показателями роста. Вероятно, страны с активным ростом используют надлежащий набор мер макроэкономической и пруденциальной политики для привлечения потоков капитала, что компенсирует дополнительное отрицательное влияние непредвиденных повышений ставок в США. Для стран с низкими темпами роста, возможно, справедливо обратное.

Эти выводы показывают, как среднее дополнительное влияние повышения ставок в США на чистые потоки в СФР, имеющие прямые финансовые позиции относительно США, скрывает существенные различия между странами в выборке. В отличие от СРЭ, являющихся более однородной группой с точки зрения их структурных особенностей (большинство этих стран характеризуются открытостью финансовых рынков, гибким режимом обменного курса и емкими финансовыми рынками), группа СФР является значительно более разнородной. Это разнообразие в сочетании с различиями по величине прямых финансовых позиций относительно США дает различную реакцию на изменения в денежно-кредитной политике США.

### **Есть ли различия в реакции различных видов потоков на денежно-кредитную политику США?**

Отрицательное дополнительное влияние повышения процентных ставок в США на чистые потоки капитала является наиболее сильным в случае портфельных долговых потоков и оказывается статистически значимым в краткосрочной и в долгосрочной перспективе в случае непредвиденных изменений ставок (рис. 4.18). В случае ПИИ, а также банковских и других частных потоков дополнительное влияние ужесточения денежно-кредитной политики в США на чистые потоки в СФР с прямыми финансовыми позициями является отрицательным, но не всегда статистически значимым. И наконец, потоки вложений в капитал нечувствительны к изменениям в денежно-кредитной политике США. Чувствительность ПИИ к денежно-кредитной политике США, которая относительно выше чувствительности остальных потоков, помимо портфельных долговых потоков, может отражать увеличение с течением времени доли финансовых ПИИ в страны с прямыми финансовыми позициями, которые ведут себя в большей степени как потоки, ведущие к образованию долга (Ostry et al., 2010).

### **Сказывается ли глобальная экономическая ситуация на влиянии, которое оказывает денежно-кредитная политика США на чистые потоки в страны с прямыми финансовыми позициями?**

Вывод, который в наибольшей степени имеет отношение к текущей ситуации в мире, заключается в том, что дополнительное влияние изменений в процентных ставках в США на потоки капитала в страны с прямыми финансовыми позициями относительно США является более глубоким, когда глобальные финансовые условия (и процентные ставки, и степень неприятия риска) являются относительно либеральными. В случае типичной СФР со средней прямой финансовой позицией относительно США дополнительное влияние непредвиденного повышения ставки в США в условиях низких процентных ставок является более продолжительным, чем в рамках базисного сценария (рис. 4.19). Этот результат означает, что текущая глобальная экономическая ситуация с либеральными денежно-кредитными условиями в США (поддерживаемыми за счет снижений процентных ставок и количественного смягчения) будет способствовать более высокой чувствительности чистых потоков капитала в СФР с финансовыми позициями

к изменениям в денежно-кредитной политике США. В периоды низкой степени неприятия риска этот эффект является еще более выраженным и статистически значимым в краткосрочном и долгосрочном плане. И наконец, дополнительное влияние повышения ставок в США на чистые потоки является самым сильным, когда общая ситуация характеризуется одновременно и низкими мировыми процентными ставками, и низкой степенью неприятия риска — в этом случае воздействие также оказывается статистически значимым в краткосрочной и в долгосрочной перспективе. Эти результаты могут отражать то обстоятельство, что потоки капитала более склонны реагировать на стимулы, связанные с погоней за прибылью, когда норма прибыли на глобальные финансовые активы в целом низка, в то время как готовность к принятию риска высока (низкая степень неприятия риска), и соотносятся с недавними исследованиями, подчеркивающими роль глобального восприятия риска как определяющего фактора изменчивости потоков капитала и их неожиданных остановок и всплесков<sup>31</sup>. Дополнительное влияние фактического изменения ставок оказывается сходным также и в альтернативных условиях, но при этом оно имеет меньшую величину и является значимым только в долгосрочной перспективе.

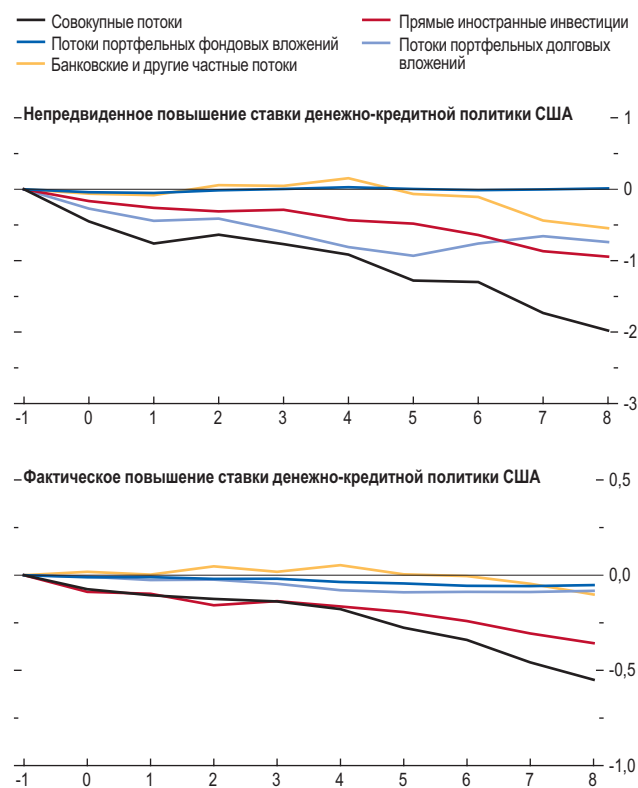
Таким образом, ужесточение денежно-кредитной политики в США оказывает дополнительное отрицательное влияние на чистые потоки в страны, имеющие финансовые позиции относительно США, и это дополнительное влияние пропорционально уровню их позиций. Полученные оценки этого дополнительного влияния выше в тех случаях, когда изменение в политике США измеряется непредвиденным компонентом соответствующего сдвига в процентной ставке в США, и при этом оценка данного влияния оказывается заниженной, когда изменения в политике США измеряются фактическим или реализованным изменением ставки. Дополнительное отрицательное влияние повышения ставок в США может быть более значительным в текущей ситуации, характеризующейся относительно либеральными глобальными денежно-кредитными условиями и низкой степенью неприятия риска в мире. Кроме того, различия в степени финансовой открытости, емкости финансового рынка, режимах обменного курса и темпах экономического роста среди СФР с прямыми финансовыми позициями связаны с различной чувствительностью

<sup>31</sup>Например, см. Forbes and Warnock (2010) и майский выпуск «Перспектив развития региональной экономики» МВФ 2010 года по Западному полушарию.

**Рисунок 4.18. Различия в реакции чистых частных потоков капитала в страны с формирующимся рынком на ужесточение денежно-кредитной политики США по видам потоков**

(В процентах от ВВП)

Отрицательное дополнительное влияние непредвиденного ужесточения денежно-кредитной политики США на чистые потоки в страны с формирующимся рынком, имеющие прямую финансовую позицию относительно США, наиболее очевидно для потоков портфельных вложений в долговые инструменты и отсутствует в случае потоков портфельных вложений в капитал. Прямые иностранные инвестиции показывают сильную дополнительную реакцию, тогда как банковские и другие частные потоки характеризуются отложенной реакцией. В случае фактического ужесточения денежно-кредитной политики США сильная дополнительная реакция отмечается только в случае прямых иностранных инвестиций.



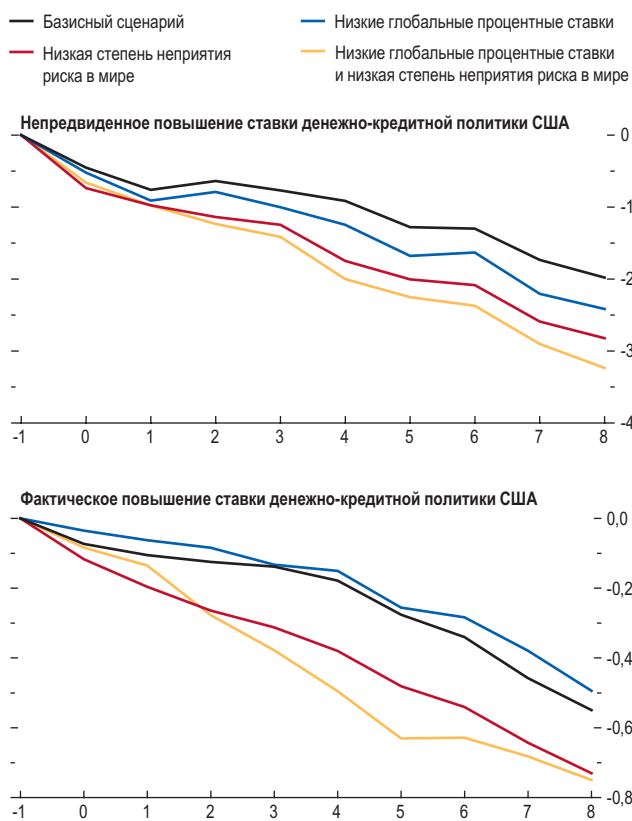
Источник: расчеты персонала МВФ.

Примечание. Выборка стран с формирующимся рынком приведена в приложении 4.1. Зависимая переменная представлена совокупными чистыми частными потоками капитала в процентах от ВВП. По оси x показано количество кварталов, прошедших после воздействия. Воздействием в нулевом квартале является постоянное повышение ставки денежно-кредитной политики США, нормализованное по непредвиденному повышению ставки на одно стандартное отклонение для страны, имеющей среднюю для группы финансовую позицию. Спецификация регрессии и набор контрольных переменных приводятся в приложении 4.4.

### Рисунок 4.19. Различия в реакции чистых частных потоков капитала в страны с формирующимся рынком на ужесточение денежно-кредитной политики США при различных глобальных экономических условиях

(В процентах от ВВП)

Исходные макроэкономические условия играют важную роль в определении того, насколько чистые потоки реагируют на повышение ставок в США в случае стран с формирующимся рынком, имеющих прямые финансовые позиции относительно США. По сравнению с базисным сценарием дополнительное падение чистых потоков оказывается более значительным в периоды с низкими глобальными процентными ставками, еще более существенным в периоды низкого неприятия риска в мире и, наконец, самым значительным, когда на низком уровне находятся и процентные ставки, и степень неприятия риска.



Источник: расчеты персонала МВФ.

Примечание. Выборка стран с формирующимся рынком приведена в приложении 4.1. Зависимая переменная представлена совокупными чистыми частными потоками капитала в процентах от ВВП. По оси x показано количество кварталов, прошедших после воздействия. Воздействием в нулевом квартале является постоянное повышение ставки денежно-кредитной политики США, нормализованное по непредвиденному повышению ставки на одно стандартное отклонение для страны, имеющей среднюю для группы открытую финансовую позицию. Спецификация регрессии и набор контрольных переменных приводятся в приложении 4.4. Периоды низких глобальных процентных ставок и низкой степени неприятия риска в мире взяты из рисунка 4.12. Полную информацию о выборе периодов см. в основном тексте.

чистых потоков к изменениям в денежно-кредитной политике США.

### Следствия для политики и выводы

Чистые потоки капитала в целом являются непостоянными с точки зрения директивных органов стран. Потоки стали более изменчивыми с течением времени, а их стойкость обычно низка. СФР, как правило, испытывают более значительную общую изменчивость потоков капитала, чем СРЭ. Банковские и другие частные потоки между странами являются наиболее изменчивыми, а портфельный долг — наименее стойким, но статистические характеристики остальных видов потоков неразличимы. В прошлом изменения в глобальных условиях финансирования были связаны с временными приливами и отливами чистых потоков в СФР; эти потоки увеличивались в периоды низких мировых процентных ставок и слабого неприятия риска и сокращались после завершения таких периодов. И наконец, благодаря использованию новаторской идентификационной методики, проведенный анализ позволяет заключить, что ужесточение денежно-кредитной политики в США ведет к заметно большему дополнительному спаду чистых потоков капитала в те страны, которые имеют прямые внешние финансовые позиции по отношению к США, по сравнению со странами, не имеющими таких позиций. Это воздействие оказывается более сильным, когда изменения в ставке интервенции США являются непредвиденными и если они происходят в условиях низких мировых процентных ставок и низкой степени неприятия риска.

Как следует директивным органам учитывать эти результаты при формировании своих ожиданий? Во-первых, учитывая наличие у большинства стран прямых финансовых позиций относительно США (у некоторых — крупных, а у некоторых — небольших), разумно ожидать, что ужесточение денежно-кредитной политики в США, которое, в конечном счете, произойдет, приведет к дополнительному отрицательному влиянию на их потоки капитала, особенно в текущей ситуации с низкими мировыми процентными ставками и слабым неприятием риска. Степень воздействия будет зависеть от уровня их прямых финансовых позиций относительно США. Во-вторых, переменчивость потоков капитала характерна для всех стран и, вероятнее всего, будет сохраняться в контексте растущей финансовой глобализации. Произойдет ли действительно в тот или иной заданный момент времени изменение чистых потоков, и в какой степени, будет зависеть от общего воздействия

всех движущих сил, включая любое общее влияние изменений в денежно-кредитной политике США, и от того, будет ли изменение в денежно-кредитной политике США неожиданным или нет.

Как следует директивным органам регулировать изменчивые потоки капитала? Несмотря на выгоды, которые несет с собой финансовая глобализация, недавние исследования подчеркивают связанные с ней факторы риска (Kose et al., 2006), а также важность емких и ликвидных внутренних финансовых рынков (октябрьский «Доклад по вопросам глобальной финансовой стабильности» 2007 года), большей гибкости обменного курса и более значительного пруденциального регулирования (апрельский «Доклад по вопросам глобальной финансовой стабильности» 2010 года), ограничения бюджетных расходов (октябрьский выпуск «Перспектив развития мировой экономики» 2007 года) и прочности институциональной системы (Papaioannou, 2009) для снижения этих рисков. В контексте меняющихся потоков капитала, как представлено в этой главе, важнейшей задачей является улучшение их влияния на внутреннюю экономическую и финансовую стабильность. В частности, как обсуждается в главе 1 настоящего выпуска «Перспектив развития мировой экономики» и в работе IMF (2011), важно проводить решительную макроэкономическую политику, осуществлять пруденциальный финансовый надзор и принимать другие макропруденциальные меры для поддержания активного роста и более успешного преодоления неуравновешенного характера потоков капитала.

## Приложение 4.1. Классификация стран и источники данных

### Классификация стран

Мы начали с максимально широкой выборки стран, по которым есть данные о потоках капитала (перечень источников см. ниже). Страны включены в выборку с годовыми (квартальными) данными, если по ним есть данные о потоках капитала и ВВП по крайней за 10 (5) лет. Страны с развитой экономикой (СРЭ) в выборке соответствуют определению промышленно развитых стран, принятому МВФ в «Перспективах развития мировой экономики» за 1990 год. В отношении стран с формирующимся рынком (СФР), в отсутствие официального определения, мы берем ту же выборку стран с формирующимся рынком и развивающихся стран, которая используется в региональном анализе в главе 2 «Перспектив развития мировой

экономики» и включает страны Азии с формирующимся рынком, страны Европы, Латинской Америки и Карибского бассейна с формирующимся рынком, страны Содружества Независимых Государств (СНГ), Ближнего Востока и Северной Африки, а также страны Африки к югу от Сахары, но не включает страны с относительно низкими доходами (имеющие право на получение помощи в рамках Тростового фонда финансирования на цели сокращения бедности и содействия экономическому росту МВФ) и относительно малые страны (со средним номинальным ВВП в долларах США за период 1990–2009 годов менее медианного ВВП для всех развивающихся стран и стран с формирующимся рынком в выборке). Это дает выборку СФР, в значительной мере охватываемую совокупностью внешних источников, таких как Morgan Stanley Capital International, *The Economist* и Dow Jones & Company. Кроме того, страны, которые сейчас классифицируются как СРЭ, но не относились к этой группе в 1990 году, включены в выборку СФР. Такие страны включают Кипр, Мальту, Словацкую Республику, Словению, Чешскую Республику, Эстонию и новые индустриальные страны Азии. Все страны, не относящиеся к странам с формирующимся рынком и странам с развитой экономикой, определяются как другие развивающиеся страны. В статистическом анализе, исследовании событий и регрессиях не учитываются офшорные финансовые центры, для которых используется определение, принятое Форумом по финансовой стабильности (таблица 2 в работе IMF, 2000). Эта категория включает следующие страны: Антигуа и Барбуда, Барбадос, Бахрейн, Белиз, Вануату, САР Гонконг, Кипр, Коста-Рика, Ливан, Люксембург, Маврикий, Мальта, Панама, Сейшельские Острова, Сент-Винсент и Гренадины, Сент-Китс и Невис, Сент-Люсия, Сингапур и Швейцария. Чтобы обеспечить сопоставимость во временном разрезе, описательный анализ, исследования событий и модель глобальных факторов основаны на постоянном наборе стран, за исключением стран Центральной и Восточной Европы и стран СНГ, которые включены в выборку с 1994 года. Поскольку степень наличия данных различается в зависимости от временного горизонта и требуемой периодичности, набор стран, включенных в различные цифры, может несколько различаться. Аналитические и региональные группы стран представлены в таблице 4.1.

### Источники данных

В данной главе используются в основном базы данных «Статистики платежного баланса» (СПБ)

**Таблица 4.1. Группы стран**

<b>Страны с развитой экономикой</b>	<b>Страны Азии с формирующимся рынком</b>	<b>Другие страны с формирующимся рынком</b>	<b>Другие развивающиеся страны</b>
США (111)* Соединенное Королевство (112)*†	Шри-Ланка(524) Тайвань, провинция Китая (528)* САР Гонконг (532)*	ЮАР(199)*† Израиль (436)*† Иордания (439)*† Кувейт (443) Ливан (446) Оман (449) Саудовская Аравия (456) Сирийская Арабская Республика (463) ОАЭ (466) Египет (469)*† Пакистан (564) Алжир (612) Ливия (672) Марокко (686)*† Тунис (744) Азербайджан (912) Беларусь (913)* Казахстан (916)* Россия (922)*† Украина (926)*†	Bolivia (218) Гаити (263) Гондурас (268) Никарагуа (278) Парагвай (288) Антигуа и Барбуда (311) Барбадос (316) Доминика (321) Гренада (328) Ямайка (343) Сент-Китс и Невис (361) Сент-Люсия (362) Сент-Винсент и Гренадины (364) Суринам (366) Бахрейн (419) Бангладеш (513) Мальдивские Острова (556) Непал (558) Вьетнам (582) Ботсвана (616) Камерун (622) Кабо-Верде (624) Эфиопия (644) Гана (652) Кот-д'Ивуар (662) Кения (664) Лесото (666) Маврикий (684) Мозамбик (688) Нигерия (694) Руанда (714) Сейшельские Острова (718) Сьерра-Леоне (724) Свазиленд (734) Танзания (738) Уганда (746) Соломоновы Острова (813) Фиджи (819) Папуа-Новая Гвинея (853) Албания (914)
Австрия (122)*† Бельгия (124)*† Дания (128)*† Франция (132)*† Германия (134)*† Италия (136)*† Люксембург (137)* Нидерланды (138)*† Норвегия (142)*† Швеция (144)*† Швейцария (146)* Канада (156)*† Япония (158)*† Финляндия (172)*† Греция (174)*† Исландия (176)*† Ирландия (178)*† Португалия (182)*† Испания (184)*† Австралия (193)*† Новая Зеландия (196)*†	Индия (534)*† Индонезия (536)*† Корея (542)*† Малайзия (548)*† Филиппины (566)*† Сингапур (576)* Таиланд (578)*† Китай (924)*†		
	<b>Страны Латинской Америки с формирующимся рынком</b>		
	Аргентина (213)*† Бразилия (223)*† Чили (228)*† Колумбия (233)*† Коста-Рика (238)* Доминиканская Республика (243) Эквадор (248)*† Сальвадор (253)*† Гватемала (258)*† Мексика (273)*† Панама (283) Перу (293)*† Уругвай (298)*† Венесуэла (299)		
	<b>Страны Европы с формирующимся рынком</b>		
	Мальта (181)* Турция (186)*† Республика Кипр (423)* Болгария (918)*† Чешская Республика (935)*† Словацкая Республика (936)* Эстония (939)* Латвия (941)* Венгрия (944)*† Литва (946)* Хорватия (960)* Словения (961)* Польша (964)*† Румыния (968)*†		

Примечание. Более подробную информацию о группах стран см. в приложении 4.1. Цифры в скобках после названия страны обозначают код страны в МОС. \* указывает на страны с развитой экономикой и формирующимся рынком, включенные в анализ с квартальной периодичностью данных. † указывает на страны, включенные в выборку квартальной регрессии (которая меньше вследствие отсутствия данных для внутренних объясняющих переменных по некоторым странам).



МВФ, ПРМЭ и «Международной финансовой статистики» (МФС). Дополнительные источники данных перечислены в таблице 4.2.

Годовые данные о потоках капитала взяты из базы данных СПБ МВФ. В частности, чистые потоки частного капитала соответствуют сумме потоков чистых прямых иностранных инвестиций (строка 4500), чистых портфельных потоков (строка 4600), чистых производных потоков (строка 4910) и чистых потоков других инвестиций (строка 4700), не включая другие потоки инвестиций в сектор государственного управления и органам денежно-кредитного регулирования. Валовые и чистые потоки капитала, а также их компоненты даются в номинальных долларах США и нормализованы по номинальным ВВП в долларах США. Названный последний ряд взят из базы данных Всемирного банка «Показатели мирового развития» и дополнен данными из базы ПРМЭ.

Квартальные данные о потоках капитала также в основном взяты из базы данных СПБ МВФ и дополнены данными из других источников, таких как

Haver Analytics, база данных CEIC EMED, а также из национальных источников (Китай и Австралия). Ряды данных по квартальным номинальным ВВП (без сезонных поправок) в национальной валюте и средним номинальным обменным курсам относительно доллара США извлечены из МФС и по мере необходимости дополнены данными из альтернативных источников.

В качестве представительного показателя глобальных реальных процентных ставок используется взвешенное по величине ВВП среднее реальной ставки финансирования Европейского центрального банка (и базовой ставки Бундесбанка в период до 1999 года) и реальной ставки по федеральным фондам США — оба ряда взяты из Haver Analytics. Ожидаемые темпы инфляции на один квартал вперед, используемые для построения прогнозируемой реальной ставки в США, соответствуют прогнозам изменения дефлятора ВВП из Обследования профессиональных составителей прогнозов, публикуемого Федеральным резервным банком Филадельфии, а прогнозируемая реальная ставка

**Таблица 4.2. Источники данных**

Переменная	Источник
<b>Годовые данные</b>	
Потоки капитала (чистые; валовые активы и обязательства) Номинальный ВВП в долларах США	База данных «Статистики платежного баланса» (СПБ), национальные источники База данных Всемирного банка «Показатели мирового развития» (ПМР), База данных «Перспектив развития мировой экономики» (ПРМЭ) Beck, Demirgüç-Kunt, and Levine (2000, 2009)
Ликвидные обязательства	База данных статистики географической структуры торговли
Двусторонний экспорт и импорт	Chinn and Ito (2006, 2008)
Индекс открытости счета операций с капиталом	Reinhart and Rogoff (2004); Ilzetzki, Reinhart, and Rogoff (2008)
Показатель режима обменного курса	База данных Банка международных расчетов
Степень иностранного участия на внутреннем рынке долга	База данных СПБ МВФ: статистика международной инвестиционной позиции
Внешние активы и обязательства	
<b>Квартальные данные</b>	
Потоки капитала (чистые; валовые активы и обязательства) Номинальный ВВП в долларах США	База данных СПБ, Haver Analytics, CEIC, национальные источники База данных международной финансовой статистики (МФС), Haver Analytics, база данных EMED CEIC, национальные источники
Реальный рост ВВП (по годам)	База данных ПРМЭ
Цены в расчетах по фьючерсным контрактам на федеральные фонды	Чикагская торговая палата, Datastream (ряд CFF)
Фактическая процентная ставка в США	ФРС (FRED, ряд DFF) Обследование профессиональных составителей прогнозов Федерального резервного банка Филадельфии
Прогнозы темпов роста в США	База данных системы информации по международному капиталу Казначейства США, статистика прямых иностранных инвестиций Бюро экономического анализа
Внешние активы и обязательства США на двусторонней основе	Haver Analytics (G-10, EMERGE), Евростат, EMED, Datastream
Краткосрочная процентная ставка	База данных МФС
Индекс потребительских цен	«Международный справочник по страновому риску» группы PRS
Составной показатель уровня риска	Индекс изменчивости Чикагской биржи опционов, Haver Analytics
Степень неприятия риска инвесторами	Haver Analytics
Ставка финансирования Европейского центрального банка	Haver Analytics
Базовая ставка Бундесбанка	Haver Analytics

для Европы рассчитывается с использованием прогноза на год вперед индекса инфляции потребительских цен из *Consensus Forecasts*. Степень неприятия риска в мире измеряется уровнем индекса изменчивости Чикагской биржи опционов.

Для отслеживания изменений в денежно-кредитной политике США мы используем два показателя: показатели фактических изменений строятся на основе базы данных ФРС в Резервном банке Сент-Луиса «FRED», ряд DFF (эффективная ставка по федеральным фондам) с дневной периодичностью, а показатели непредвиденных изменений строятся на основе данных по ежедневным ценам в расчетах по фьючерсным контрактам Чикагской торговой палаты на федеральные фонды из Datastream, ряд CFF. Изменения в ожидаемых темпах инфляции на один квартал вперед, взятые из Обследования профессиональных составителей прогнозов, вычитаются из фактического изменения номинальной ставки, что дает используемый показатель изменения реальной ставки. Более подробно о построении показателей непредвиденных и фактических изменений ставок по федеральным фондам США см. в приложении 4.4.

Данные по прямым финансовым позициям относительно США, используемые для построения индивидуальных весов для отдельных стран (которые в целях регрессионного анализа ставятся во взаимодействие с показателями денежно-кредитной политики США), взяты из трех источников: 1) база данных о двусторонних активах и обязательствах США относительно других стран в Системе информации по международному капиталу Казначейства США (система TICS), 2) статистика прямых иностранных инвестиций (ПИИ) Бюро экономического анализа (БЭА) США, 3) статистика МВФ по международной инвестиционной позиции (МИП) из базы данных СПБ. База данных TICS США содержит информацию о двусторонних международных позициях по активам и обязательствам США по всем инструментам, охватываемым статистикой платежного баланса, кроме информации по ПИИ, которая собирается БЭА. Эти ряды данных по двусторонним позициям используются для построения числителя веса, а знаменатель строится с использованием позиций по внешним активам и обязательствам по каждой стране, которые берутся из статистики МИП МВФ. Полную информацию о построении весов см. в приложении 4.4.

Для расчета ошибки прогноза темпов роста США используются два ряда данных. Для каждого заданного квартала прогноз темпов роста США соответствует медианному прогнозу, сделанному

в предыдущем квартале для данного квартала в отношении темпов роста реального ВВП по отношению к предыдущему кварталу с сезонными поправками, взятым из Обследования профессиональных составителей прогнозов. Фактические темпы роста реального ВВП по отношению к предыдущему кварталу с сезонными поправками взяты из базы данных ПРМЭ. Показатели прямых торговых связей с США (которые ставятся во взаимодействие с неожиданными изменениями темпов роста в США) строятся на основе базы данных Статистики географической структуры торговли МВФ (DOTS). Они представляют собой сумму экспорта страны в США и ее импорта из США, разделенную на совокупную величину экспорта и импорта этой страны. Веса по торговым связям, используемые в регрессионном анализе, соответствуют среднему для указанных выше весов за период с 2000 по 2009 год.

Внутренние краткосрочные номинальные процентные ставки взяты из баз данных Haver Analytics (G-10, EMERGE, IFS), Евростата, Datastream и МФС МВФ. Инфляция относительно предыдущего года рассчитывается на основе индексов потребительских цен из базы данных МФС МВФ, и она вычитается из краткосрочных ставок для получения сложившейся по факту реальной ставки. В ряды номинальных процентных ставок вносятся поправки, чтобы исключить периоды, в течение которых процентные ставки представляются устанавливавшимися в административном порядке. Кроме того, в анализ не включаются периоды гиперинфляции, которые определяются как временные интервалы, когда темпы роста индекса потребительских цен относительно предыдущего года превышали 100 процентов. Ряды данных по темпам роста внутреннего реального ВВП относительно предыдущего года взяты из базы данных ПРМЭ, а сводный рейтинг страны по риску представляет собой среднее из рейтингов по политическому, экономическому и финансовому риску из «Международного справочника по страновому риску». Ряд данных по ликвидным обязательствам взят из базы данных по финансовой структуре (Beck, Demirgüç-Kunt, and Levine, 2000 и 2009) и дополнен данными до 2010 года с использованием информации о темпах роста широкой денежной массы из базы данных МФС МВФ и других источников. Степень открытости счета операций с капиталом измеряется с помощью предложенного в работе Chinn and Ito (2008) индекса открытости операций по счету операций с капиталом, который строится на базе «Ежегодного доклада о валютных

режимах и валютных ограничениях» МВФ. Информация по фактическим режимам обменного курса взята из работы Reinhart and Rogoff (2004) и обновленной работы Ilzetki, Reinhart, and Rogoff (2008). Ряды данных по открытости счета операций с капиталом и режимам обменного курса имелись за период до 2008 и 2007 годов, соответственно, и были продлены до 2009 года, опираясь на предположение об отсутствии изменений в последних зарегистрированных данных. И наконец, ряд данных по степени иностранного участия на внутренних рынках долга измеряется как отношение принадлежащего нерезидентам долга, выпущенного внутри страны, к сумме совокупного выпущенного внутри страны долга из базы данных Банка международных расчетов (таблицы 11 и 16А)<sup>32</sup>.

### Приложение 4.2. Состав, изменчивость и стойкость чистых потоков частного капитала по регионам стран с формирующимся рынком

Мы исследуем состав, изменчивость и стойкость чистых потоков капитала с течением времени в различных регионах стран с формирующимся рынком, которые определяются в приложении 4.1. Измерение этих показателей описано в основном тексте.

#### Состав

Тенденция к сокращению банковских и других частных потоков, наблюдавшаяся в случае стран с формирующимся рынком (см. рис. 4.7), является более выраженной в странах Азии с формирующимся рынком и в некоторой степени — в Латинской Америке (рис. 4.20). В странах Европы с формирующимся рынком доля банковских и других частных потоков в 2000-х годах фактически увеличивалась, тогда как в других СФР она росла в 1990-х годах, но снижалась в 2000-х годах.

#### Изменчивость

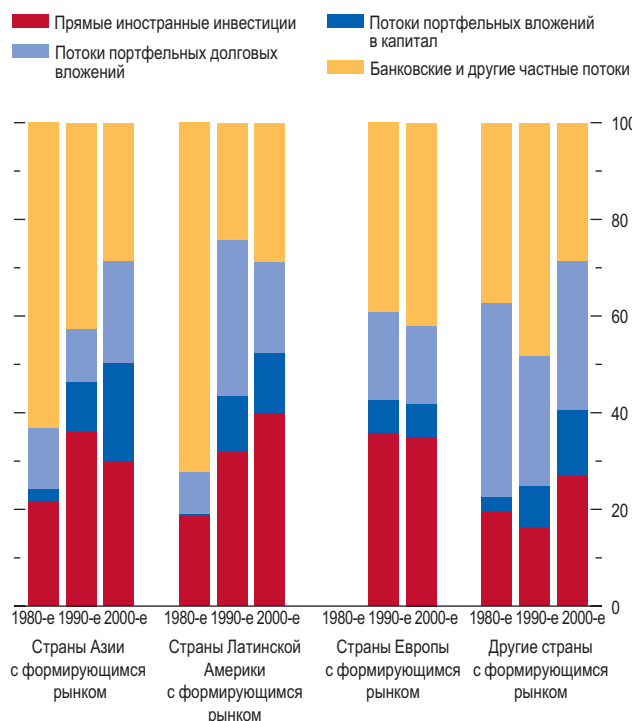
В прошлом не отмечалось систематических различий в изменчивости совокупных чистых потоков частного капитала между регионами

<sup>32</sup> Авторы выражают благодарность Жану-Марии Милези-Ферретти за предоставленные данные по степени иностранного участия на внутренних рынках долга.

**Рисунок 4.20. Относительная значимость различных видов потоков по регионам стран с формирующимся рынком**

(В процентах от совокупных потоков)

Уменьшение роли банковских и других частных потоков было наиболее заметно в странах Азии и Латинской Америки с формирующимся рынком. В странах Европы с формирующимся рынком доля банковских и других частных потоков в 2000-х годах фактически увеличивалась, тогда как в других странах с формирующимся рынком она росла в 1990-х годах, но затем стала снижаться в 2000-х годах.



Источники: МВФ, «Статистика платежного баланса»; национальные источники; расчеты персонала МВФ.

Примечание. Относительная значимость конкретного вида потоков рассчитывается как абсолютная величина чистых потоков данного вида в страны группы, разделенная на сумму абсолютной величины чистых потоков всех четырех видов инструментов в страны группы. Отношения рассчитываются для каждого десятилетия с использованием годовых данных и для числителя, и для знаменателя за годы данного десятилетия. Производные потоки, на которые приходится очень небольшая доля финансового счета, не включаются в расчеты. Сводные показатели по группам не включают офшорные финансовые центры.

### Рисунок 4.21. Изменчивость чистых частных потоков капитала по регионам стран с формирующимся рынком

((Стандартное отклонение чистых частных потоков капитала в процентах от ВВП)

Изменчивость совокупных чистых частных потоков капитала в различные регионы стран с формирующимся рынком, в целом, была сходной. В последнее время обнаруживается относительное повышение изменчивости потоков в другие страны с формирующимся рынком, что, возможно, связано с большей долей потоков, ведущих к образованию долга, в этих странах. Однако эти отличия от остальных регионов стран с формирующимся рынком, как правило, не являются статистически значимыми.



Источники: МВФ, «Статистика платежного баланса»; национальные источники; расчеты персонала МВФ.

Примечание. Изменчивость любого конкретного потока рассчитывается как его стандартное отклонение за предыдущий 10-летний период для каждой страны (например, значение для 1990 года соответствует стандартному отклонению в 1981–1990 годах) с использованием годовых данных. Медиана показана только в тех случаях, когда стандартное отклонение для конкретного 10-летнего периода и вида потоков может быть рассчитано не менее чем для одной пятой стран в группе. Группы не включают офшорные финансовые центры.

стран с формирующимся рынком (рис. 4.21). Представляется, что потоки в страны Азии с формирующимся рынком были наименее изменчивыми за последние 30 лет относительно потоков в остальные регионы, но различия в изменчивости не являются статистически значимыми. Только недавно (начиная с 1996 года) обнаруживается относительное повышение изменчивости совокупных чистых потоков в другие СФР, что, возможно, связано с отмечавшимся в них сравнительно постепенным уменьшением доли потоков, ведущих к образованию долга. Повышение изменчивости чистых потоков в эти страны, а также, в предельном случае, более высокая изменчивость чистых потоков в страны Европы с формирующимся рынком, как представляется, лежат в основе небольшого повышения изменчивости чистых потоков в СФР, обуславливаемого в основном тексте и показанного на рис. 4.9.

### Стойкость

Стойкость совокупных чистых потоков, измеряемая коэффициентом регрессии AR(1) для совокупных чистых потоков частного капитала в процентах от ВВП, тоже, как представляется, существенно не различается между четырьмя регионами стран с формирующимся рынком (рис. 4.22). Чистые потоки в страны Азии с формирующимся рынком представляются наиболее стойкими, тогда как чистые потоки в другие СФР были наименее стойкими, хотя эти различия не являются статистически значимыми. Особо стоит отметить, что с течением времени значения стойкости потоков в страны, находящиеся на медиане в каждом регионе, стали более близкими.

### Приложение 4.3. Модель глобальных факторов

Приведенные ниже две модели оцениваются перекрестным образом с помощью обыкновенного метода наименьших квадратов, чтобы выявить влияние 1) глобальных факторов и 2) глобальных и региональных факторов на вариацию в чистых потоках капитала в страны с формирующимся рынком (СФР) в любой заданный год<sup>33</sup>:

<sup>33</sup>Данный раздел опирается на работу Abiad (1996). СФР разделяются на четыре географических региона: Азия, Латинская Америка, Европа и другие (прежде всего, страны СНГ, Ближнего Востока и Африки), как показано в таблице 4.2.

Модель глобальных факторов:  $y_{i,t} = \alpha_t + \varepsilon_{i,t}$  (4.2)

Модель глобальных и региональных факторов:  
 $y_{i,t} = \alpha_t + \sum_{j=1}^4 \beta_t^{(j)} D_j + \varepsilon_{i,t}$ , (4.3)

где  $y_{i,t}$  — уровень чистых потоков капитала (нормированный по ВВП) в стране  $i$  в момент  $t$ ;  $\alpha_t$  — условная переменная времени, отражающая общий глобальный фактор для всех СФР ( $i$ ) в момент  $t$ ;  $\beta_t^{(j)}$  — региональный фактор, общий для всех стран в регионе ( $j$ ) в момент  $t$ ;  $D_j$  — условная переменная для региона  $j$ ;  $\varepsilon_{i,t}$  — член ошибки с нулевым средним.

Модели оцениваются на выборке из 20 СРЭ в каждом году: 23 стран, приведенных в таблице 4.1, не включая Бельгию вследствие отсутствия данных и финансовые центры, Люксембург и Швейцарию. Для СФР модели оцениваются для каждого года в период с 1980 года по 1993 год для 36 стран — 59 стран, приведенных в таблице 4.2, исключая Восточную Европу, Содружество Независимых Государств (СНГ), финансовые центры и другие страны, по которым нет данных<sup>34</sup>. В каждый год после 1994-го выборка включает Восточную Европу и СНГ и, таким образом, модели оцениваются по 50 СФР, перечисленным в таблице 4.1, исключая финансовые центры и другие страны, по которым нет данных. Сумма региональных условных переменных равна условной переменной времени во второй модели, и потому, вместо того чтобы опустить одну из региональных условных переменных, мы вводим ограничение, что сумма коэффициентов должна быть равна нулю,  $\sum_{j=1}^4 \beta_t^{(j)} = 0$  для каждого  $t$ , так что коэффициенты  $\beta_t^{(j)}$  представляют более высокие или более низкие результаты региона относительно глобального фактора во всех периодах.

Остаточные члены из первой модели соответствуют той части межстрановой вариации чистых потоков капитала, которая не может быть объяснена глобальными факторами и потому является связанной с региональными или характерными для конкретных стран факторами. Аналогичным образом, остаточные члены из второй модели соответствуют той части межстрановой вариации

<sup>34</sup>Не включены в выборку следующие страны Восточной Европы и СНГ: Беларусь, Болгария, Венгрия, Латвия, Литва, Польша, Россия, Румыния, Словацкая Республика, Словения, Украина, Хорватия, Чешская Республика и Эстония. Не включенные в выборку финансовые центры: САР Гонконг, Кипр, Коста-Рика, Ливан, Мальта, Панама и Сингапур. Странами, не вошедшими в выборку по причине отсутствия данных являются: Азербайджан, Ангола, Ирак, Исламская Республика Иран, Казахстан, Катар, Сербия, Тринидад и Туркменистан.

**Рисунок 4.22. Стойкость чистых частных потоков капитала между регионами стран с формирующимся рынком**

(Коэффициенты регрессии AR(1) для чистых частных потоков капитала в процентах от ВВП)

Стойкость совокупных чистых частных потоков капитала существенно не различается между регионами стран с формирующимся рынком. Чистые потоки в страны Азии с формирующимся рынком представляются наиболее стойкими, исходя из прошлых данных, тогда как чистые потоки в другие страны с формирующимся рынком были наименее стойкими, но эти различия не являются статистически значимыми и уменьшаются с течением времени.



Источники: МВФ, «Статистика платежного баланса»; национальные источники; расчеты персонала МВФ.  
 Примечание. Стойкость любого конкретного потока представлена его коэффициентом регрессии AR(1), рассчитанным для каждой страны за предыдущий 10-летний период (например, значение для 1990 года соответствует коэффициенту AR(1) для 1981–1990 годов) с использованием годовых данных. Медиана показана только в тех случаях, когда коэффициент AR(1) для конкретного 10-летнего периода и вида потоков может быть рассчитан не менее чем для одной пятой стран в группе. Группы не включают офшорные финансовые центры.

в чистых потоках капитала, которая не может быть объяснена глобальными или региональными факторами и потому является связанной с характерными для конкретных стран факторами. Чтобы рассчитать часть наблюдающейся между СФР вариации чистых потоков капитала, которая объясняется глобальными и региональными факторами, мы сравниваем остаточные члены из приведенных выше двух моделей с остаточными членами из простой модели с константой ( $\alpha$ ):

$$y_{i,t} = \alpha + \varepsilon_{i,t}. \quad (4.4)$$

Доля вариации чистых потоков между странами, объясняемая глобальными и региональными факторами, в каждый момент времени соответствует следующей статистике  $R^2$ :

Модель глобальных факторов:

$$R_t^{G^2} = 1 - \frac{\sum_{i=1}^N (y_{it} - \hat{y}_{it}^G)^2}{\sum_{i=1}^N (y_{it} - \hat{y}_{it}^C)^2} \quad (4.5)$$

Модель глобальных и региональных факторов:

$$R_t^{G\&R^2} = 1 - \frac{\sum_{i=1}^N (y_{it} - \hat{y}_{it}^{G\&R})^2}{\sum_{i=1}^N (y_{it} - \hat{y}_{it}^C)^2} \quad (4.6)$$

$R^{G^2}$  представляет вариацию чистых потоков капитала, которая объясняется только глобальными факторами (относительно простой модели с константой),  $\hat{y}_{it}^G$  — подобранные значения из модели глобальных факторов, а  $\hat{y}_{it}^C$  — подобранные значения из простой модели с константой.  $R^{G\&R^2}$  — вариация чистых потоков капитала, которая объясняется совместно глобальными и региональными факторами (относительно простой модели с константой), а  $\hat{y}_{it}^{G\&R}$  — подобранные значения из модели глобальных и региональных факторов.

#### Приложение 4.4. Методология регрессионного анализа и проверки на устойчивость

В данном приложении более подробно рассматриваются использованные статистические методы и вопросы устойчивости результатов регрессии. Сначала приводится описание базисной модели регрессии и стратегии проведения оценки. Затем описывается построение весов по прямым финансовым позициям относительно США. Третья часть посвящена описанию подхода, который

использовался для выделения компонента тех изменений в процентных ставках денежно-кредитной политики США, которые являются непредвиденными с точки зрения рынка. В четвертой части обсуждаются разнообразные проверки на устойчивость, которые были проведены в отношении основных результатов.

#### Спецификация и оценка модели

Базовая спецификация представлена перекрестной моделью панельных данных с фиксированными временными эффектами:

$$y_{i,t} = \alpha_i + \alpha_t + \sum_{s=0}^8 \beta_s (\omega_i \times \Delta r_{us,t-s}) + \sum_{s=0}^8 \lambda_s (\delta_i \times \Delta g_{us,t-s}) + X_{i,t-1} \gamma + \varepsilon_{i,t}, \quad (4.7)$$

где  $i$  — индексы стран;  $t$  — индекс времени (квартальные даты);  $y_{i,t}$  — отношение чистых потоков капитала к ВВП;  $\alpha_i$  и  $\alpha_t$  представляют, соответственно, фиксированные эффекты стран и времени;  $\omega_i$  — веса по прямым финансовым позициям относительно США (описанные ниже);  $\Delta r_{us,t}$  — показатель изменения в денежно-кредитной политике США, здесь основанный либо на фактическом, либо на непредвиденном изменении ставки;  $\delta_i$  — веса по прямому торговому взаимодействию с США;  $\Delta g_{us,t}$  — ошибка прогнозов в отношении темпов роста в США;  $X_{i,t-1}$  — вектор дополнительных контрольных переменных, включающих взятый с лагом уровень внутренних краткосрочных реальных ставок, взятый с лагом уровень реальных темпов роста внутреннего ВВП и взятый с лагом уровень совокупного риска согласно «Международному справочнику по страновому риску» (где более высокие значения соответствуют меньшему риску); взятый с лагом логарифм номинального ВВП; взятый с лагом бинарный индикатор режима обменного курса (имеющий значение 1 для всех режимов с привязкой и ноль для всех режимов без привязки); четвертый лаг показателя открытости счета операций с капиталом согласно методике работы Chinn-Ito; четвертый лаг отношения ликвидных обязательств к ВВП (Beck, Demirgüç-Kunt, and Levine, 2000 и 2009);  $\varepsilon_{i,t}$  — член ошибки с нулевым средним.

Дополнительное влияние изменений в денежно-кредитной политике США на чистые потоки капитала страны в страны с прямыми финансовыми позициями отделяется от фиксированного эффекта времени (отражающего все глобальные факторы) путем совместного рассмотрения показателя денежно-кредитной политики США с весами

по величине позиций, что представлено членом  $(\omega_i \times \Delta r_{us,t-s})$ . Поскольку результат взаимодействия этих величин различается как между странами, так и между различными моментами времени, его эффекты (обозначаемые набором величин  $\beta$ ) могут быть определены отдельно от фиксированных эффектов страны и времени.

Следуя рекомендациям, приведенным в работе Stock and Watson (2008) в отношении панелей с фиксированными эффектами, базисные стандартные ошибки группируются на уровне стран. Это допускает гетероскедастичность между странами и произвольную автокорреляцию члена ошибки в пределах каждой страны. На рис. 4.16 показаны некумулятивные и кумулятивные различия во влиянии изменений в денежно-кредитной политике США на страны со средней прямой финансовой позицией относительно США по сравнению со странами без таких позиций. Последнее для заданного горизонта  $S$  рассчитывается как  $\sum_{s=0}^S \beta_s$ , умноженная на средние размеры позиции для соответствующей выборки, а затем умноженная на размеры воздействия. Теоретически это схоже с дополнительным влиянием на чистые потоки капитала необратимого изменения в направленности денежно-кредитной политики США для страны со средней позицией. В таблице 4.3 приводятся результаты для базовой спецификации и связанные с ними стандартные ошибки. Как подробно рассматривается ниже, общие выводы остаются без изменений, если используется явная динамическая модель на базе панельных данных.

### Построение весов по прямым финансовым позициям относительно США

Вес специфических для страны характеристик, прилагаемый к показателю денежно-кредитной политики США для страны  $i$  в базовой спецификации, определяется как

$$\omega_i = \left( \frac{\sum_{k=1}^K (A_{US,i}^k + L_{US,i}^k)}{A_i + L_i} \right), \quad (4.8)$$

где  $i$  обозначает страну;  $k$  — инструменты или виды капитала (ценные бумаги, банковские ссуды и т.д.);  $A_{US,i}^k$  обозначает авуары страны  $i$  в форме активов США вида  $k$ ;  $L_{US,i}^k$  обозначает обязательства страны  $i$  вида  $k$  перед США;  $A_i$  обозначает международную позицию страны  $i$  по внешним активам;  $L_i$  обозначает международную позицию страны  $i$  по внешним обязательствам.

Как указывается в приложении 4.1, компоненты весов основаны на трех источниках: 1) база данных о двусторонних активах и обязательствах США относительно других стран в Системе информации по международному капиталу Казначейства США (система TICS); 2) статистика прямых иностранных инвестиций Бюро экономического анализа США; 3) статистика МВФ по международной инвестиционной позиции (МИП). Охват различных временных периодов по всем позициям базы данных TICS является неоднородным, и достаточная последовательность этого охвата отмечается только за последнее десятилетие. Соответственно, среднее числитель взято для каждой страны за 1994 и 2003–2007 годы<sup>35</sup>. Затем эта величина делится на сумму средней позиции страны  $i$  по активам и обязательствам из МИП за те же годы, что дает соответствующий вес. Набор рассчитанных весов для стран из полной выборки регрессии см. в таблице 4.4.

### Выявление изменений в денежно-кредитной политике США

В данном разделе описываются этапы оценки непредвиденного компонента изменений в денежно-кредитной политике США. Мы используем модифицированную версию подхода, предложенного в работе Kuttner (2001). В ней утверждается, что данный компонент может быть измерен, пользуясь данными об изменениях в ценах фьючерсов на федеральные фонды (производные инструменты, основанные на ожиданиях рынка в отношении денежно-кредитной политики США), происходящих в периоды времени, близкие к тем датам, когда Комитет по операциям на открытом рынке (КООР) ФРС принимает свои решения о проводимой политике. Рынок фьючерсов на федеральные фонды был создан в октябре 1988 года Чикагской торговой палатой, и пакеты контрактов предлагаются ежемесячно. Расчеты по ним производятся на основании динамики эффективной ставки по федеральным фондам в течение месяца, на который

<sup>35</sup>Год 1994-ый является первым годом, когда была проведена комплексная оценка внешних двусторонних позиций США по активам и обязательствам. Затем отмечается пробел в несколько лет, прежде чем был достигнут такой же уровень охвата данных, что дает указанные выше годы. Страна не включается в рассмотрение, если отсутствует более 75 процентов данных, лежащих в основе среднего числителя, используемого для расчета веса.

**Таблица 4.3. Результаты для базисного сценария**

Объясняющая переменная	Вся выборка		Страны с формирующимся рынком		Страны с развитой экономикой	
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)
	Непредвиденное	Фактическое	Непредвиденное	Фактическое	Непредвиденное	Фактическое
Ставка ДКП США	-0,457*** [0,158]	-0,058 [0,052]	-0,449* [0,235]	-0,073 [0,078]	-0,404* [0,213]	-0,079* [0,040]
Ставка ДКП США, лаг 1	-0,121 [0,149]	-0,065* [0,038]	-0,311* [0,176]	-0,032 [0,048]	-0,116 [0,227]	-0,076 [0,046]
Ставка ДКП США, лаг 2	0,158 [0,153]	0,009 [0,031]	0,124 [0,254]	-0,020 [0,035]	0,041 [0,102]	0,007 [0,053]
Ставка ДКП США, лаг 3	-0,040 [0,107]	-0,011 [0,024]	-0,131 [0,181]	-0,013 [0,041]	-0,047 [0,153]	0,003 [0,027]
Ставка ДКП США, лаг 4	-0,173 [0,109]	-0,024 [0,035]	-0,147 [0,147]	-0,040 [0,061]	-0,161 [0,133]	-0,012 [0,027]
Ставка ДКП США, лаг 5	-0,164 [0,119]	-0,037 [0,035]	-0,363*** [0,169]	-0,098* [0,055]	-0,072 [0,164]	-0,016 [0,034]
Ставка ДКП США, лаг 6	-0,066 [0,189]	-0,067 [0,042]	-0,020 [0,213]	-0,064 [0,069]	-0,186 [0,210]	-0,072 [0,058]
Ставка ДКП США, лаг 7	-0,239* [0,141]	-0,102** [0,047]	-0,435 [0,275]	-0,117* [0,069]	-0,198* [0,096]	-0,096* [0,053]
Ставка ДКП США, лаг 8	-0,092 [0,113]	-0,056* [0,033]	-0,245 [0,222]	-0,092* [0,052]	-0,101 [0,125]	-0,044 [0,033]
Новация роста в США	-0,054 [0,057]	-0,049 [0,057]	-0,049 [0,081]	-0,038 [0,073]	-0,030 [0,059]	-0,019 [0,060]
Новация роста в США, лаг 1	0,086 [0,056]	0,074 [0,056]	0,012 [0,045]	-0,003 [0,058]	0,117 [0,095]	0,114 [0,085]
Новация роста в США, лаг 2	0,025 [0,039]	0,068 [0,044]	-0,058 [0,053]	-0,010 [0,054]	0,045 [0,031]	0,074* [0,038]
Новация роста в США, лаг 3	0,025 [0,043]	0,033 [0,047]	0,073 [0,058]	0,080 [0,070]	-0,041 [0,051]	-0,028 [0,055]
Новация роста в США, лаг 4	0,027 [0,046]	0,042 [0,043]	-0,108** [0,048]	-0,034 [0,056]	0,061 [0,046]	0,046 [0,031]
Новация роста в США, лаг 5	-0,017 [0,047]	-0,018 [0,041]	0,058 [0,042]	0,059 [0,053]	-0,038 [0,048]	-0,022 [0,039]
Новация роста в США, лаг 6	0,001 [0,045]	0,039 [0,051]	0,049 [0,079]	0,074 [0,067]	-0,011 [0,045]	0,010 [0,049]
Новация роста в США, лаг 7	0,026 [0,049]	0,084 [0,054]	-0,041 [0,067]	0,061 [0,078]	0,071 [0,065]	0,111 [0,077]
Новация роста в США, лаг 8	-0,056 [0,047]	-0,027 [0,048]	0,047 [0,085]	0,052 [0,071]	-0,043 [0,057]	0,008 [0,077]
Рост внутр. реальн. ВВП, лаг 1	0,382*** [0,112]	0,374*** [0,112]	0,318*** [0,074]	0,316*** [0,073]	0,525 [0,342]	0,506 [0,337]
Внутр. реальн. краткоср. ставка, лаг 1	-0,098** [0,037]	-0,102*** [0,038]	-0,121*** [0,028]	-0,124*** [0,029]	0,117 [0,436]	0,124 [0,425]
Индекс внутреннего риска, лаг 1	0,078 [0,077]	0,091 [0,078]	0,047 [0,089]	0,053 [0,092]	0,150 [0,301]	0,169 [0,296]
Логарифм внутр. НВВП, лаг 1	4,576** [1,858]	4,430** [1,821]	4,667** [1,790]	4,157** [1,806]	7,762 [5,570]	7,601 [5,475]
Емкость внутр. фин. рынка, лаг 4	4,010 [3,250]	3,876 [3,107]	1,315 [3,973]	0,829 [3,835]	6,843 [6,724]	6,772 [6,544]
Внутренний курсовой режим, лаг 1	-0,461 [0,852]	-0,542 [0,854]	-0,027 [1,122]	0,156 [1,139]	-2,316 [2,115]	-2,704 [1,939]
Открытость счета операций с капиталом страны, лаг 4	-0,469 [0,327]	-0,519 [0,315]	-0,551 [0,386]	-0,562 [0,382]	0,619 [1,207]	0,438 [1,155]
R <sup>2</sup>	0,2295	0,2320	0,4007	0,4063	0,1851	0,1869
Наблюдения	3 008	3 008	1 581	1 581	1 427	1 427
Количество стран	50	50	30	30	20	20

Источник: расчеты персонала МВФ.

Примечание. Зависимой переменной являются совокупные чистые частные потоки капитала в процентах от ВВП. Стандартные ошибки приведены в квадратных скобках под каждой оценкой. Знаки \*, \*\* и \*\*\* показывают значимость на уровне 10 процентов, 5 процентов и 1 процента соответственно. В анализ не включаются офшорные финансовые центры. Оценки влияния денежно-кредитной политики США (ДКП США) и новаций роста в США взвешены по средней величине прямых финансовых позиций относительно США и весам двусторонней торговли в США для каждой выборки. Влияние денежно-кредитной политики также нормализовано по непредвиденному повышению ставки на 1 стандартное отклонение. Средние финансовые позиции по выборкам составляют 0,159 для всех стран, 0,173 для стран с формирующимся рынком и 0,138 для стран с развитой экономикой. Веса двусторонней торговли по выборкам составляют 0,154 для всех стран, 0,179 для стран с формирующимся рынком и 0,116 для стран с развитой экономикой. НВВП = национальный валовой внутренний продукт.



**Таблица 4.4. Вес по прямым финансовым позициям относительно США**

(Доля совокупных внешних активов и обязательств, которые являются активами и (или) обязательствами США)

Страна и код МФС	Прямая финансовая позиция относительно США	Страна и код МФС	Прямая финансовая позиция относительно США
Канада (156)	0,470	Швеция (144)	0,138
Мексика (273)	0,451	Индонезия (536)	0,135
Уругвай (298)	0,328	Бельгия (124)	0,133
Китай (924)	0,302	ЮАР (199)	0,130
Корея (542)	0,289	Россия (922)	0,130
Израиль (436)	0,289	Венгрия (944)	0,127
Бразилия (223)	0,276	Ирландия (178)	0,126
Гватемала (258)	0,274	Польша (964)	0,108
Япония (158)	0,273	Финляндия (172)	0,104
Колумбия (233)	0,246	Турция (186)	0,102
Чили (228)	0,234	Германия (134)	0,100
Соединенное Королевство (112)	0,234	Франция (132)	0,094
Австралия (193)	0,233	Дания (128)	0,085
Филиппины (566)	0,218	Исландия (176)	0,076
Сальвадор (253)	0,206	Чешская Республика (935)	0,066
Перу (293)	0,182	Испания (184)	0,059
Таиланд (578)	0,182	Италия (136)	0,051
Нидерланды (138)	0,178	Австрия (122)	0,043
Индия (534)	0,168	Румыния (968)	0,041
Норвегия (142)	0,160	Иордания (439)	0,039
Египет (469)	0,156	Украина (926)	0,038
Малайзия (548)	0,152	Греция (174)	0,036
Аргентина (213)	0,141	Болгария (918)	0,028
Эквадор (248)	0,139	Марокко (686)	0,025
Новая Зеландия (196)	0,139	Португалия (182)	0,023

Источники: Система информации по международному капиталу Казначейства США; статистика прямых иностранных инвестиций Бюро экономического анализа США; статистика международной инвестиционной позиции МВФ; расчеты персонала МВФ.

Примечание. Страны, перечисленные здесь, являются теми же, которые включены в полную выборку регрессии. В ходе проверки результатов на устойчивость мы также включаем в расчет офшорные финансовые центры, по которым имеются данные. Эти страны с соответствующими позициями относительно США следующие: Коста-Рика (238) с позицией 0,241, САР Гонконг (532) с позицией 0,082, Сингапур (576) с позицией 0,216 и Швейцария (146) с позицией 0,224. Исходные данные и построение весов описываются в приложении 4.4.

был заключен контракт. В работе Kuttner (2001) используются ежедневные изменения рыночных цен (начиная с момента введения этих инструментов) на фьючерсы текущего месяца в периоды времени, близкие к тем датам, когда ФРС проводит свои интервенции в целях денежно-кредитной политики, чтобы вывести размеры компонента неожиданности в изменениях денежно-кредитной политики США. Поскольку цена в конечном расчете по контракту является функцией от среднемесячной ставки по федеральным фондам, процедура требует нормирования ежедневных различий в ценах закрытия для фьючерсных контрактов текущего месяца на день интервенции ФРС. Более конкретно, компонент непредвиденности (неожиданности) рассчитывается как

$$u_{t,s} = -\left(\frac{D_s}{D_s - t + 1}\right)(f_{t,s} - f_{t-1,s}), \quad (4.9)$$

где день  $t$  в месяце/году  $s$  — момент проведения интервенции;  $D_s$  — количество дней в месяце/году  $s$ ;  $f_{t,s}$  — цена закрытия для фьючерсного контракта на федеральные фонды в месяце/году  $s$ ;  $u_{t,s}$  — компонент неожиданности интервенции.

Ближе к концу месяца коэффициент нормирования чрезвычайно сильно повышается, что потенциально может вести к многократному усилению влияния любых мелких случайных колебаний в динамике цен («шума»). Основываясь на выводах работы Hamilton (2008) в отношении влияния шума на цены фьючерсов на федеральные фонды, в данной главе берутся ненормированные

изменения в ценах на контракты следующего месяца в тех случаях, когда интервенция происходит в течение последней пятой части месяца<sup>36</sup>.

В ходе описываемого здесь анализа в подход Куттнера внесено два изменения. Во-первых, здесь рассматриваются только действия (или отсутствие действий) в отношении денежно-кредитной политики США, которые связаны с запланированными заседаниями КООР. Во-вторых, даты, когда меры денежно-кредитной политики объявляются рынку, определяются в соответствии с методом, описанным в работе Bernanke and Kuttner (2005). В грубой форме это можно представить так: в течение периода с октября 1988 года по январь 1994 года это означает, что в анализе используется нормированная разница между ценой закрытия в день, следующий за днем завершения заседания КООР, и ценой в день завершения заседания КООР. После февраля 1994 года в анализе используется нормированная разница между ценой закрытия в день завершения заседания КООР и ценой в день, предшествовавший дню завершения заседания КООР<sup>37</sup>.

Поскольку данные по чистым потокам капитала являются квартальными, ряд данных о непредвиденных изменениях в денежно-кредитной политике США на заседаниях КООР (эти данные являются ежедневными) требует перевода в квартальную периодичность. Для обеспечения верной оценки одновременных и отсроченных эффектов таких выявленных изменений в денежно-кредитной политике США в рамках анализа используется версия метода агрегирования, предложенная в работе Bluedorn and Bowdler (2011). Для одновременных эффектов в ходе анализа берется сумма взвешенных по дням изменений в денежно-кредитной политике США в пределах квартала. В каждом случае вес дня равен количеству дней, оставшихся до конца квартала на момент изменения в денежно-кредитной политике США, разделенному на общее количество дней в квартале. Для отсроченных эффектов используется невзвешенная сумма изменений в политике в пределах квартала. Этот же метод агрегирования применяется для расчета квартальных фактических изменений ставки, используя ежедневные данные об эффективной ставке по федеральным фондам. Фактические номинальные изменения ставок переводятся в реальные изменения

ставок путем вычета соответствующего изменения в прогнозируемых темпах инфляции на один квартал вперед из Обследования профессиональных составителей прогнозов.

На рис. 4.23 сравниваются ряды одновременных фактических и непредвиденных изменений реальной ставки с течением времени. Из рисунка очевидно, что фактические изменения ставки содержат значительное число других компонентов, помимо компонента неожиданного изменения ставки. Возможные дополнительные факторы включают изменения в инфляционных ожиданиях, не связанные с денежно-кредитной политикой, эндогенную реакцию реальных процентных ставок на резкое повышение производительности, эндогенную реакцию реальных процентных ставок на повышение совокупного спроса и т.д.

И наконец, как отмечалось в основном тексте, импульсная реакция представлена для непредвиденного повышения ставки на 1 стандартное отклонение (рассчитанное за период с I кв. 1989 года по III кв. 2010 года). В случае непредвиденного изменения ставки этот импульс составляет примерно 4,8 базисного пункта. Для фактического изменения ставки в США соответствующий импульс составляет приблизительно 11,8 базисного пункта, как видно из простой одномерной регрессии фактического изменения ставки по непредвиденному изменению ставки. Таким образом, фактическое изменение ставки в пределах квартала на 12 базисных пунктов соответствует непредвиденному изменению ставки приблизительно в 5 базисных пунктов. Влияние непредвиденных изменений на фактические изменения больше, чем один к одному, вследствие того факта, что каждое непредвиденное изменение ставки также ведет к изменению ожидаемой траектории динамики ставок в остальной части квартала.

### Проверки на устойчивость

Для результатов модели в базовой спецификации в отношении дополнительного влияния, которое оказывают изменения в ставке денежно-кредитной политики США на чистые потоки в СФР с прямыми финансовыми позициями, были проведены разнообразные проверки на устойчивость (рис. 4.24). Они включали следующее.

- Расчет динамической модели с фиксированными эффектами (страны и времени) на базе панельных данных: к базовой спецификации была добавлена зависимая переменная с одним лагом

<sup>36</sup>В первоначальной статье 2001 года Куттнер решал эту проблему путем использования ненормированных изменений в ценах на контракты следующего месяца во всех случаях, когда интервенция происходила в последние три дня месяца.

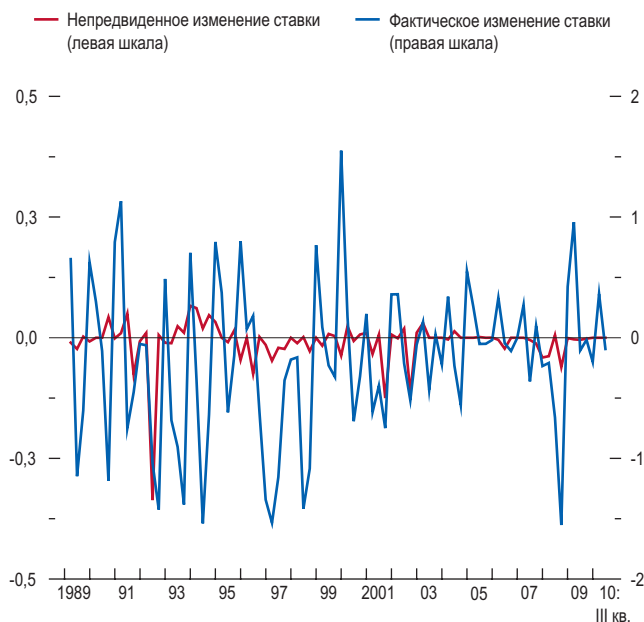
<sup>37</sup>Принимаемые на заседаниях КООР решения по вопросам политики публикуются с февраля 1994 года.

в один квартал (стандартные проверки на автокорреляцию показали, что такая спецификация с лагом является достаточной). Тогда импульсная реакция, полученная в данной модели, принимает во внимание дополнительную динамику, вводимую зависимой переменной с лагом.

- Более широкий набор показателей экономического роста в мире: мы дополняем базовую спецификацию новациями роста для Европейского валютного союза (после 1998 года) и Германии (до 1999 года) с квартальной периодичностью (на соответствующий момент и с восемью лагами). Чтобы отделить дополнительный эффект прямых торговых связей с Европой от общего глобального фактора, мы придаем новациям роста веса по соответствующим долям двусторонней торговли стран (аналогично новациям роста в США). Новации роста в ЕВС/Германии представлены ошибками прогнозов для темпов роста на один год вперед для каждого квартала. (Данные по ошибкам для прогнозов на один квартал вперед были недоступны.)
- Показатель степени неприятия риска в мире: мы дополняем базовую спецификацию изменениями индекса изменчивости Чикагской биржи опционов (VIX) с квартальной частотой (на соответствующий момент и с восемью лагами). Здесь также, чтобы отделить от глобального фактора это дополнительное влияние на страны с международными финансовыми позициями, мы придаем изменениям в VIX веса по международной финансовой позиции каждой страны, измеряемой суммой внешних активов и внешних обязательств страны, разделенной на внутренний ВВП.
- Реальная процентная ставка в зоне евро: мы дополняем базовую спецификацию, вводя в нее изменения реальных процентных ставок зоны евро (построение этого показателя описано в основном тексте) с квартальной периодичностью (на соответствующий момент и с восемью лагами). Аналогично тому, как это было сделано для проверки устойчивости в отношении показателя неприятия риска на глобальном уровне, мы вводим здесь веса для этих изменений реальных процентных ставок по внешней финансовой позиции каждой страны, измеряемой суммой внешних активов и обязательств страны, разделенной на внутренний ВВП.
- Проведение оценки с использованием только наблюдений за период до 2008 года, до мирового финансового кризиса.

**Рисунок 4.23. Фактические и непредвиденные изменения в денежно-кредитной политике США с течением времени**  
(В процентных пунктах)

Фактические изменения ставки денежно-кредитной политики США содержат ряд дополнительных компонентов помимо компонента неожиданности. На этот непредвиденный компонент приходится лишь небольшая часть вариации в случае фактических изменений ставки.

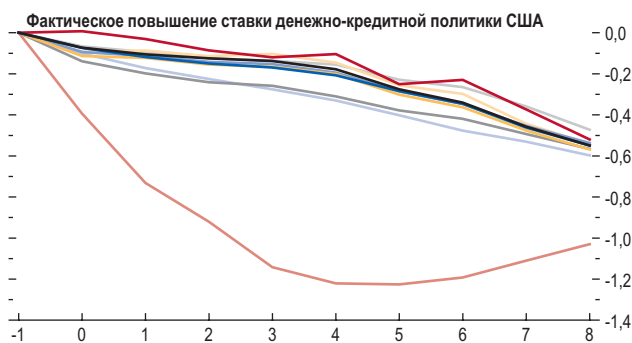
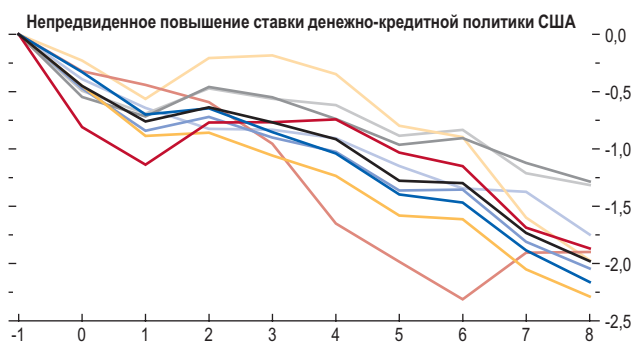
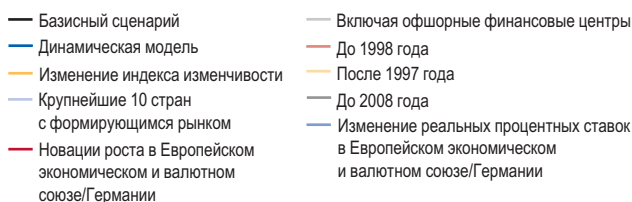


Источники: Datastream; ФРС США; расчеты персонала МВФ.  
Примечание. Описание исходных данных и построения фактических и непредвиденных (взвешенных по времени) изменений ставки интервенций в США приводится в приложении 4.4.

### Рисунок 4.24. Проверки на устойчивость различий в реакции чистых частных потоков капитала в страны с формирующимся рынком, имеющие прямую финансовую позицию относительно США

(В процентах от ВВП)

Основной результат, заключающийся в наличии дополнительного отрицательного влияния ужесточения денежно-кредитной политики США на чистые потоки в страны с формирующимся рынком, имеющие прямую финансовую позицию относительно США (по сравнению со странами, не имеющими такой позиции), выдерживает различные проверки на устойчивость.



Источник: расчеты персонала МВФ.

Примечание. Зависимой переменной являются совокупные чистые частные потоки капитала в процентах от ВВП. По оси x показано количество кварталов, прошедших после воздействия. Воздействием в нулевом квартале является постоянное повышение ставки денежно-кредитной политики США, нормализованное по непредвиденному повышению ставки на одно стандартное отклонение для страны, имеющей среднюю для группы открытую финансовую позицию. Различные проверки на устойчивость подробно рассматриваются в приложении 4.4.

- Проведение оценки с использованием только наблюдений за период до 1998 года, до кризиса в Азии.
- Проведение оценки с использованием только наблюдений за период после 1998 года, характеризовавшийся принципиальными изменениями на мировых рынках капитала.
- Проведение оценки с включением офшорных финансовых центров (ОФЦ)<sup>38</sup>.
- Проведение оценки с использованием данных только по 10 крупнейшим странам с формирующимся рынком из выборки базисной регрессии<sup>39</sup>.

Как видно из рис. 4.24, общие качественные характеристики дополнительной реакции, которой характеризуются чистые потоки в случае стран с прямыми финансовыми позициями при непредвиденном повышении ставки интервенции США на 1 стандартное отклонение, оказываются примерно одинаковыми для всех проверок на устойчивость. Как правило, с течением времени наблюдается понижающаяся тенденция, начиная с дополнительного негативного эффекта воздействия. Все реакции являются отрицательными по всем проверкам на устойчивость в восьмом квартале, а долгосрочный эффект оказывается в пределах от 1,25 до 2,5 процента ВВП. В случае стран с прямыми финансовыми позициями дополнительная реакция чистых потоков на фактическое изменение ставки сравнимой величины является столь же устойчивой, характеризуясь понижающейся тенденцией в направлении долгосрочного эффекта в размере примерно 0,5 процента ВВП. Единственным заметным отклонением от общих результатов является реакция, оцененная только по выборке СФР за период до 1998 года. Она характеризуется значительно более сильным начальным дополнительным эффектом, а затем долгосрочное дополнительное влияние устанавливается на более или менее стабильном уровне примерно в 1 процент ВВП.

<sup>38</sup>Перечень офшорных финансовых центров см. в приложении 4.1.

<sup>39</sup>Крупнейшие 10 СФР в выборке базисной регрессии: Аргентина, Бразилия, Индия, Индонезия, Китай, Корея, Мексика, Польша, Россия и Турция.

## Литература

- Abiad, Abdul, 1996, “Common and Country-Specific Components in Currency Movements: What’s Holding the Forint Up?” in *Hungary: Selected Issues*, IMF Country Report No. 06/367 (Washington: International Monetary Fund).
- Aizenman, Joshua, Menzi Chinn, and Hiro Ito, 2010, “The Financial Crisis, Rethinking of the Global Financial Architecture, and the Trilemma,” ADBI Working Papers No. 213 (Tokyo: Asian Development Bank Institute).
- Basel Committee on the Global Financial System (BCGFS), 2004, “Foreign Direct Investment in the Financial Sector of Emerging Market Economies,” CGFS Publication No. 22 (Basel: Bank for International Settlements, March). <http://www.bis.org/publ/cgfs22.pdf>.
- Beck, Thorsten, Asli Demirgüç-Kunt, and Ross Levine, 2000 (revised October 17, 2007), “A New Database on Financial Development and Structure,” *World Bank Economic Review*, Vol. 14 (September), pp. 597–605. <http://www.econ.worldbank.org/staff/tbeck>.
- , 2009, “Financial Institutions and Markets Across Countries and Over Time: Data and Analysis,” Policy Research Working Paper No. 4943 (Washington: World Bank, May).
- Becker, Chris, and Clare Noone, 2009, “Volatility and Persistence of Capital Flows,” Reserve Bank of Australia Research Discussion Paper No. 2009–09 (Sydney: Reserve Bank of Australia). <http://www.rba.gov.au/publications/rdp/2009/pdr/rdp2009–09.pdf>.
- Bernanke, Ben S., and Kenneth N. Kuttner, 2005, “What Explains the Stock Market’s Reaction to Federal Reserve Policy?” *Journal of Finance*, Vol. 60, No. 3, pp. 1221–58.
- Bluedorn, John C., and Christopher Bowdler, 2010, “The Empirics of International Monetary Transmission: Identification and the Impossible Trinity,” *Journal of Money, Credit and Banking*, Vol. 42, No. 4, pp. 679–713.
- , 2011, “The Open Economy Consequences of U.S. Monetary Policy,” *Journal of International Money and Finance*, Vol. 30, No. 2, pp. 289–392.
- Broner, Fernando, and Roberto Rigobon, 2006, “Why Are Capital Flows So Much More Volatile in Emerging than in Developing Countries?” in *External Vulnerability and Preventive Policies*, ed. by Ricardo Caballero, César Calderón, and Luis Céspedes (Santiago: Central Bank of Chile).
- Calderon and, Cesar, and Megumi Kubota, 2011, “Sudden Stops: Are Global and Local Investors Alike?” World Bank Policy Research Working Paper No. 5569 (Washington: World Bank).
- Calvo, Guillermo A., Eduardo Fernández-Arias, Carmen Reinhart, and Ernesto Talvi, 2001, “The Growth-Interest Rate Cycle in the United States and its Consequence for Emerging Markets,” Research Department Working Paper No. 458 (Washington: Inter-American Development Bank). [www.iadb.org/res/publications/pubfiles/pubWP-458.pdf](http://www.iadb.org/res/publications/pubfiles/pubWP-458.pdf).
- Calvo, Guillermo, Leonardo Leiderman, and Carmen M. Reinhart, 1993, “Capital Inflows and Real Exchange Rate Appreciation in Latin America: The Role of External Factors,” *IMF Staff Papers*, Vol. 40, No. 1 pp. 108–51.
- 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.
- Chuhan, Punam, Gabriel Perez-Quiros, and Helen Popper, 1996, “International Capital Flows: Do Short-Term Investment and Direct Investment Differ?” Policy Research Working Paper No. 1669 (Washington: World Bank).
- Claessens, Stijn, Michael Dooley, and Andrew Warner, 1995, “Portfolio Capital Flows: Hot or Cold?” *World Bank Economic Review*, Vol. 9, No. 1, pp. 153–74.
- Dell’Ariccia, Giovanni, Julian di Giovanni, André Faria, M. Ayhan Kose, Paolo Mauro, Martin Schindler, Marco Terrones, and Jonathan Ostry, 2007, *Reaping the Benefits of Financial Globalization*, IMF Occasional Paper 264 (Washington: International Monetary Fund).
- European Central Bank (ECB), 2004, “Financial FDI to the EU Accession Countries,” Working Paper No. 04/78 (Frankfurt). [www.bis.org/pub/cgfs22ecb.pdf](http://www.bis.org/pub/cgfs22ecb.pdf).
- Faria, André, Philip Lane, Paolo Mauro, and Gian Maria Milesi-Ferretti, 2007, “The Shifting Composition of External Liabilities,” *Journal of the European Economic Association*, Vol. 5, No. 2–3, pp. 480–90.
- Forbes, Kristin J., and Francis E. Warnock, 2010, “Capital Flow Waves: Surges, Stops, Flight, and Retrenchment” (unpublished; Cambridge, Massachusetts: Massachusetts Institute of Technology, December).
- Frankel, Jeffrey, and Andrew Rose, 1996, “Currency Crashes in Emerging Markets: An Empirical Treatment,” *Journal of International Economics*, Vol. 41, No. 3/4, pp. 351–66.
- Frankel, Jeffrey, and Shang-Jin Wei, 2005, “Managing Macroeconomic Crises: Policy Lessons,” in *Managing Macroeconomic Volatility and Crises: A Practitioner’s Guide*, ed. by Joshua Aizenman and Brian Pinto (New York: Cambridge University Press).
- Fratzscher, Marcel, Christian Saborowski, and Roland Straub, 2010, “Monetary Policy Shocks and Portfolio Choice,” CEPR Discussion Paper No. 8099 (London: Centre for Economic Policy Research).

- Ghosh, Atish R., Jonathan D. Ostry, and Charalambos Tsangarides, 2010, *Exchange Rate Regimes and the Stability of the International Monetary System*, IMF Occasional Paper No. 270 (Washington: International Monetary Fund).
- Hamilton, James D., 2008, "Assessing Monetary Policy Effects Using Daily Federal Funds Futures Contracts," *Federal Reserve Bank of St. Louis Review*, Vol. 90, No. 4, pp. 377–93.
- Hartelius, Kristian, Kenichiro Kashiwase, and Laura E. Kodres, 2008, "Emerging Market Spread Compression: Is It Real or Is It Liquidity?" IMF Working Paper 08/10 (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). <http://terpconnect.umd.edu/~creinhar/Papers/ERA-Country%20Chronologies.pdf>.
- International Monetary Fund (IMF), 2000, "Offshore Financial Centers," IMF Background Paper (Washington). <http://www.imf.org/external/np/mae/oshore/2000/eng/back.htm>.
- , 2011, "Recent Experiences in Managing Capital Flows: Cross-Cutting Themes and Proposed Guidelines for Emerging Markets," IMF Board Paper prepared by the Strategy, Policy, and Review Department (Washington).
- Kaminsky, Graciela L., Carmen M. Reinhart, and Carlos A. Végh, 2004, "When It Rains, It Pours: Procyclical Capital Flows and Macroeconomic Policies," in *NBER Macroeconomics Annual 2004*, ed. by Mark Gertler and Kenneth Rogoff (Cambridge, Massachusetts: MIT Press), pp. 11–53.
- Kose, M. Ayhan, Eswar Prasad, Kenneth Rogoff, and Shang-Jin Wei, 2006, "Financial Globalization: A Reappraisal," IMF Working Paper 06/189 (Washington: International Monetary Fund).
- Kuttner, Kenneth, 2001, "Monetary Policy Surprises and Interest Rates: Evidence from the Fed Funds Futures Market," *Journal of Monetary Economics*, Vol. 47, No. 3, pp. 523–44.
- Laeven, Luc, and Hui Tong, 2010, "U.S. Monetary Shocks and Global Stock Prices," IMF Working Paper 10/278 (Washington: International Monetary Fund).
- Lane, Philip R., and Gian Maria Milesi-Ferretti, 2007, "The External Wealth of Nations Mark II: Revised and Extended Estimates of Foreign Assets and Liabilities, 1970–2004," *Journal of International Economics*, Vol. 73, No. 2, pp. 223–50.
- Levchenko, Andrei, and Paolo Mauro, 2007, "Do Some Forms of Financial Flows Help Protect Against Sudden Stops?" *World Bank Economic Review*, Vol. 21, No. 3, pp. 389–411.
- Milesi-Ferretti, Gian Maria, and Cédric Tille, 2010, "The Great Retrenchment: International Capital Flows During the Global Financial Crisis" (unpublished; Washington: International Monetary Fund; forthcoming, *Economic Policy*).
- Miniane, Jacques, and John H. Rogers, 2007, "Capital Controls and the International Transmission of U.S. Monetary Shocks," *Journal of Money, Credit and Banking*, Vol. 39, No. 5, pp. 1003–35.
- Mody, Ashoka, Mark Taylor, and Jung Yeon Kim, 2001, "Modeling Economic Fundamentals for Forecasting Capital Flows to Emerging Markets," *International Journal of Finance and Economics*, Vol. 6, No. 3, pp. 201–16.
- Ostry, Jonathan D., Atish R. Ghosh, Karl Habermeier, Marcos Chamon, Mahvash S. Qureshi, and Dennis B.S. Reinhart, 2010, "Capital Inflows: The Role of Controls," IMF Staff Position Note 10/04 (Washington: International Monetary Fund).
- Ostry, Jonathan D., Atish R. Ghosh, Karl Habermeier, Luc Laeven, Marcos Chamon, Mahvash S. Qureshi, and Annamaria Kokenyne, forthcoming, "Managing Capital Inflows: What Tools to Use?" (Washington: International Monetary Fund).
- Papaioannou, Elias, 2009, "What Drives International Financial Flows? Politics, Institutions, and Other Determinants," *Journal of Development Economics*, Vol. 88, No. 2, pp. 269–81.
- Prasad, Eswar, Kenneth S. Rogoff, Shang-Jin Wei, and Ayhan Kose, 2003, *Effects of Financial Globalization on Developing Countries: Some Empirical Evidence*, IMF Occasional Paper No. 220 (Washington: International Monetary Fund).
- Reinhart, Carmen M., and Kenneth S. Rogoff, 2004, "The Modern History of Exchange Rate Arrangements: A Reinterpretation," *The Quarterly Journal of Economics*, Vol. 119 (February), pp. 1–48.
- Sarno, Lucio, and Mark Taylor, 1999, "Hot Money, Accounting Labels and the Permanence of Capital Flows to Developing Countries: An Empirical Investigation," *Journal of Development Economics*, Vol. 59, No. 2, pp. 337–64.
- Stock, James H., and Mark W. Watson, 2008, "Heteroskedasticity-Robust Standard Errors for Fixed Effects Panel Data Regression," *Econometrica*, Vol. 76, No. 1, pp. 155–74.
- Taylor, Mark P., and Lucio Sarno, 1997, "Capital Flows to Developing Countries: Long- and Short-Term Determinants," *The World Bank Economic Review*, Vol. 11, No. 3, pp. 451–70.
- Tong, Hui, and Shang-Jin Wei, 2010, "The Composition Matters: Capital Inflows and Liquidity Crunch During a Global Economic Crisis," forthcoming, *Review of Financial Studies* (published online September 26, 2010).

## ОБСУЖДЕНИЕ ПЕРСПЕКТИВ НА ЗАСЕДАНИИ ИСПОЛНИТЕЛЬНОГО СОВЕТА МВФ, МАРТ 2011 ГОДА

*Приводимые ниже замечания были представлены исполняющим обязанности председателя при завершении обсуждения Исполнительным советом «Перспектив развития мировой экономики» 28 марта 2011 года*

**И**сполнительные директора отметили, что мировой подъем набирает силу, хотя его темпы различаются между странами. Многие страны с развитой экономикой, которые находились в эпицентре мирового кризиса и/или имели значительные дисбалансы в докризисный период, продолжают испытывать относительно медленные темпы роста и более высокие уровни безработицы. Во многих странах с формирующимся рынком и развивающихся странах происходит быстрый рост, с признаками перегрева экономики в ряде стран. Остающиеся факторы уязвимости еще полностью не преодолены, и при этом возникают новые проблемы, что указывает на настоятельную необходимость в более активном осуществлении мер, требующихся для формирования более сбалансированной и устойчивой мировой экономики.

Директора отметили, что, хотя перспективы мирового подъема упрочились, по-прежнему преобладают риски снижения показателей. Эти риски обусловлены высоким уровнем безработицы, все еще слабыми балансами государственных органов и финансового сектора и уязвимыми рынками недвижимости во многих странах с развитой экономикой. Между тем, существующие проблемы усугубляются растущими ценами на нефть, продовольствие и биржевые товары, событиями на Ближнем Востоке и в Северной Африке и недавним землетрясением в Японии. В числе позитивных факторов более значительный подъем активности в корпоративном секторе в некоторых странах с развитой экономикой и динамичный спрос в странах с формирующимся рынком и развивающихся странах в ближайшем периоде могут способствовать дальнейшему мировому росту.

Директора подчеркнули значимость более быстрого прогресса в укреплении балансов государственных органов и финансового сектора во многих странах с развитой экономикой и некоторых развивающихся странах. Улучшение эконо-

мических условий предоставляет благоприятную возможность для реализации планов бюджетной консолидации и реформ законодательно утвержденных пособий в сочетании с прочными бюджетными основами и институтами и перевода государственного долга на устойчивую траекторию. Поскольку бюджетная консолидация в ключевых странах с развитой экономикой в 2011 году происходит медленнее, чем ожидалось, более четкие и детализированные стратегии среднесрочной корректировки приобретают особое значение для восстановления доверия к бюджетной политике. Чтобы восстановить доверие, необходимо также ускорить процесс нормализации и реформы финансового сектора по всем направлениям. В центре внимания должны быть строгое стресс-тестирование, дальнейшие реструктуризация и рекапитализация банков и восстановление более надежных рынков ипотечного кредитования и сеньюризации. Другой приоритетной задачей является устранение хронических пробелов в системе надзора и регулирования финансового сектора, противодействие рискам, связанным с теневыми банковскими системами и учреждениями, которые «слишком большие, чтобы позволить им обанкротиться» и недостаточно действенными системами разрешения проблем на трансграничном уровне.

Директора в целом согласились, что в странах с развитой экономикой, которые характеризуются высоким доверием к центральному банку и прочно зафиксированными инфляционными ожиданиями, денежно-кредитная политика может оставаться адаптивной, пока продолжают весьма необходимые реформы финансового сектора и бюджетная консолидация. В некоторых странах, однако, следует уделить более пристальное внимание риску для стабильности цен. Хотя в ближайший период можно продолжать нетрадиционные меры для преодоления конкретных трудностей на финансовых рынках, следует тщательно оценивать их последствия для реструктуризации банков.

Директора подчеркнули, что многим странам с формирующимся рынком и развивающимся странам необходимо бдительно следить за тенденциями перегрева и рисками инфляции, обусловленными ценами на продовольствие и энергоносители, которые имеют большой вес в потребительской корзине, а также быстрым ростом внутреннего кредитования. Для стран с внешним профицитом, не испытывающих бюджетных проблем, первоочередная задача состоит в том, чтобы свернуть меры адаптивной денежно-кредитной политики и допустить укрепление валюты, с тем чтобы зафиксировать инфляционные ожидания. Это также способствовало бы внешнему перебалансированию. Странам, имеющим внешний дефицит, следует ужесточить как налогово-бюджетную, так и денежно-кредитную политику. Помимо макроэкономической стабилизации, страны, переживающие бум на рынках кредита и активов, могли бы принять макропруденциальные меры для обеспечения надежности и стабильности финансового сектора, дополняемые другими мерами по управлению притоком капитала, если это будет сочтено необходимым.

Директора признали, что поскольку страны находятся на разных этапах подъема и фазах экономического цикла, их ответные меры денежно-кредитной политики неизбежно будут различаться, тем самым увеличивая разницу в процентных ставках между странами. Помимо внутренних факторов, различия в трансграничных потоках капитала объясняются глобальными финансовыми условиями. Директора приняли к сведению вывод персонала МВФ о том, что если адаптивная денежно-кредитная политика способствует стабилизации объема производства в странах с развитой экономикой, вторичные эффекты для стран с формирующимся рынком и развивающихся стран будут в целом благоприятными. В то же время, многие директора обратили внимание на последствия длительного проведения либеральной денежно-кредитной политики в ведущих странах с развитой экономикой и риск внезапной смены направления политики для глобальных потоков

капитала. Они считали, что эти изменения дополнительно усложняют проведение макроэкономической политики во многих странах-получателях капитала, и некоторые директора подчеркнули значимость международной координации валютной политики.

Директора отметили, что неуклонный рост цен на нефть отражает как усиливающийся дефицит предложения, так и быстрый рост потребления нефти. Хотя не ожидается, что постепенное и умеренное нарастание дефицита нефти станет серьезным ограничением для мирового экономического роста в среднесрочной и долгосрочной перспективе, сохраняется высокий уровень неопределенности, и нельзя исключить возможности резких изменений. По мнению директоров, было бы целесообразно продолжать анализ и обсуждение различных вариантов политики для содействия проведению корректировки. Они подчеркнули, что директивным органам необходимо уделять внимание социальным проблемам, связанным с повышенными ценами на продовольствие и биржевые товары, и первостепенной задачей должно быть формирование адресных мер социальной защиты малоимущих.

Директора подчеркнули, что продолжающаяся работа по оздоровлению мировой экономики и финансовой системы не должна отодвинуть на второй план завершение реформ экономической политики. Дальнейшие решительные сдвиги в осуществлении корректировки в бюджетном и финансовом секторах, устранение искажений, препятствующих перебалансированию глобального спроса, и более жесткие меры макроэкономической политики в случаях нарастания инфляционного давления — все это является насущными условиями для поддержания более здорового и сбалансированного мирового роста. Хотя эти меры отвечают интересам каждой страны в отдельности, и откладывать действия не следует, дальнейшая координация и совместные инициативы будут способствовать более масштабным корректировкам политики и достижению более существенных результатов.



**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 2011–2012 годы и среднесрочного сценария на 2013–2016 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 и 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 информации, имевшейся по конец марта 2011 года. Показатели за 2011 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 8 февраля по 8 марта 2011 года.

Применительно к 2011 и 2012 году это означает, что средние курсы пересчета доллара США в СДР составят 1,565 и 1,552, курсы пересчета доллара США в евро — 1,369 и 1,362, а курсы пересчета йены в доллар США — 82,3 и 82,5, соответственно.

Средняя цена на нефть предполагается на уровне 107,6 доллара США за баррель в 2011 году и 108,00 доллара США за баррель в 2012 году.

Предполагается, что власти стран будут продолжать проводить действующие меры экономической политики. Более конкретные предположения относи-

тельно мер политики, лежащих 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 0,6 процента в 2011 году и 0,9 процента в 2012 году, средняя ставка по трехмесячным депозитам в евро составит 1,7 процента в 2011 году и 2,6 процента в 2012 году, а средняя ставка по шестимесячным депозитам в японских йенах составит 0,6 процента в 2011 году и 0,3 процента в 2012 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:

Подробная информация о том, каким образом были установлены эти курсы пересчета, приведена во вставке 5.4 октябрьского выпуска 1998 года «Перспектив развития мировой экономики».

1 евро	= 13,7603	австрийских шиллингов
	= 40,3399	бельгийских франков
	= 0,585274	кипрских фунтов <sup>1</sup>
	= 1,95583	немецких марок
	= 15,6466	эстонских крон <sup>2</sup>
	= 5,94573	финских марок
	= 6,55957	французских франков
	= 340,750	греческих драхм <sup>3</sup>
	= 0,787564	ирландских фунтов
	= 1,93627	итальянских лир
	= 40,3399	люксембургских франков
	= 0,42930	мальтийских лир <sup>4</sup>
	= 2,20371	нидерландских гульденов
	= 200,482	португальских эскудо
	= 30,1260	словацких крон <sup>5</sup>
	= 239,640	словенских толаров <sup>6</sup>
	= 166,386	испанских песет

<sup>1</sup>Установлен 1 января 2008 года.

<sup>2</sup>Установлен 1 января 2011 года.

<sup>3</sup>Установлен 1 января 2001 года.

<sup>4</sup>Установлен 1 января 2008 года.

<sup>5</sup>Установлен 1 января 2009 года.

<sup>6</sup>Установлен 1 января 2007 года.

## Новое

- Первого января 2011 года Эстония стала 17-й страной, вступившей в зону евро. Данные по Эстонии не включены в сводные данные по зоне евро, поскольку база данных еще не переведена на евро, но включаются в сводные данные по странам с развитой экономикой.
- Начиная с апрельского выпуска «Перспектив развития мировой экономики» 2011 года данные по Тувалу включаются в сводные данные по странам с формирующимся рынком и развивающимся странам.
- Составные показатели по страновым группам для бюджетных данных рассчитываются как сумма значений в долларах США по соответствующим отдельным странам. Это отличается от расчетов в октябрьском выпуске 2010 года и предыдущих выпусках «Перспектив развития мировой экономики», в которых составные показатели взвешивались по доле ВВП, оцененного по паритетам покупательной способности (ППС), в общемировом ВВП.
- В сводные данные ПРМЭ не включена Ливия в годы, охваченные прогнозом, в связи с неопределенной политической ситуацией.
- За исключением роста ВВП и инфляции прогнозы по Кот-д'Ивуар не приводятся в связи с неопределенной политической ситуацией.

## Данные и правила

Данные и прогнозы по 184 экономикам 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.

Притом 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 ПРМЭ, в целом соответствуют варианту «Системы национальных счетов» 1993 года. Статистические стандарты МВФ по секторам, «Руководство по платежному балансу, пятое издание», «Руководство по денежно-кредитной и финансовой статистике» и «Руководство по статистике государственных финансов 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 часто обновляет веса 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, получающих средние значения компонентов объема при помощи весовых коэффициентов года в умеренно далеком 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 изменений<sup>7</sup>. Арифметические взвешен-

<sup>7</sup>Средние 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.

ные средние используются 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 группы<sup>8</sup>.
- Составные показатели по данным, относящимся к внутренней экономике зоны евро (16 государств-членов в течение всего периода, если не указано иное)<sup>9</sup>, 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 бюджетным данным являются суммарным значением 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 внешней экономике, представляют собой суммы данных по отдельным странам после их пересчета в доллары США по средним рыночным обменным

<sup>8</sup>См. 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," in Staff Studies for the World Economic Outlook в серии Staff Studies for the World Economic Outlook (International Monetary Fund, December 1993), стр. 106–123 (по англ. тексту).

<sup>9</sup>Данные по Эстонии не включены в сводные данные по зоне евро, поскольку база данных еще не переведена в евро.

курсам в указанные годы составления данных платежного баланса 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 страны<sup>10</sup>. 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 значимый 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. Корейская Народно-Демократическая Республика и Куба 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

<sup>10</sup>Используемые 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.

Штаты Микронезии, Палау и Сомали 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 увеличивалось число стран-членов<sup>11</sup>.

В таблице С перечислены страны-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 деби-

торам, 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 2005 по 2009 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 2009 год отрицательна. Страны — чистые дебиторы подразделяются далее на основе двух дополнительных финансовых критериев: «официальное внешнее финансирование» и «состояние обслуживания долга»<sup>12</sup>. Страны относятся к категории официального внешнего финансирования, когда 65 или более процентов их совокупной задолженности, в среднем с 2005 по 2009 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 сроки<sup>13</sup>. Многие из этих стран уже воспользовались облегчением бремени долга и завершили свое участие в этой инициативе.

<sup>12</sup>В 2005–2009 годах 44 страны 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 2005 по 2009 год».

<sup>13</sup>См. 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).

<sup>11</sup>Данные по Эстонии не включены в сводные данные по зоне евро, поскольку база данных еще не переведена в евро.

**Таблица А. Классификация по группам стран в «Перспективах развития мировой экономики» и их долям в агрегированном ВВП, экспорте товаров и услуг и численности населения, 2010 год<sup>1</sup>**

(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
<b>Страны с развитой экономикой</b>	<b>34</b>	<b>100,0</b>	<b>52,3</b>	<b>100,0</b>	<b>63,7</b>	<b>100,0</b>	<b>15,0</b>
Соединенные Штаты		37,7	19,7	15,4	9,8	30,4	4,5
Зона евро <sup>2</sup>	16	27,8	14,6	40,9	26,1	32,1	4,8
Германия		7,6	4,0	12,6	8,0	8,0	1,2
Франция		5,5	2,9	5,5	3,5	6,2	0,9
Италия		4,6	2,4	4,6	2,9	5,9	0,9
Испания		3,5	1,8	3,1	2,0	4,5	0,7
Япония		11,1	5,8	7,3	4,6	12,5	1,9
Соединенное Королевство		5,6	2,9	5,6	3,5	6,1	0,9
Канада		3,4	1,8	3,9	2,5	3,3	0,5
Другие страны с развитой экономикой	14	14,3	7,5	27,0	17,2	15,5	2,3
<i>Для справки</i>							
Основные страны с развитой экономикой	7	75,5	39,5	54,8	34,9	72,4	10,8
Новые индустриальные страны Азии	4	7,4	3,9	15,4	9,8	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
<b>Страны с формирующимся рынком и развивающиеся страны</b>	<b>150</b>	<b>100,0</b>	<b>47,7</b>	<b>100,0</b>	<b>36,3</b>	<b>100,0</b>	<b>85,0</b>
<b>Региональные группы</b>							
Центральная и Восточная Европа	14	7,2	3,4	9,4	3,4	3,0	2,6
Содружество Независимых Государств <sup>3</sup>	13	8,9	4,2	10,1	3,7	4,8	4,1
Россия		6,3	3,0	6,7	2,4	2,4	2,1
Развивающиеся страны Азии	27	50,4	24,0	43,6	15,8	61,5	52,3
Китай		28,6	13,6	26,0	9,4	23,1	19,7
Индия		11,3	5,4	4,8	1,7	21,0	17,8
Кроме Индии и Китая	25	10,5	5,0	12,9	4,7	17,4	14,8
Латинская Америка и Карибский бассейн	32	18,0	8,6	14,7	5,3	9,8	8,3
Бразилия		6,2	2,9	3,4	1,2	3,3	2,8
Мексика		4,4	2,1	4,6	1,7	1,9	1,6
Ближний Восток и Северная Африка	20	10,4	5,0	16,8	6,1	7,1	6,0
Африка к югу от Сахары	44	5,1	2,4	5,4	2,0	13,8	11,7
Кроме Нигерии и Южной Африки	42	2,5	1,2	2,8	1,0	10,2	8,7
<b>Аналитические группы</b>							
<b>По источникам экспортных доходов</b>							
Топливо	27	17,9	8,5	26,6	9,6	11,4	9,7
Товары, кроме топлива,	123	82,1	39,1	73,4	26,6	88,6	75,3
в том числе первичные продукты	20	2,3	1,1	2,6	1,0	4,8	4,1
<b>По источникам внешнего финансирования</b>							
Страны – чистые дебиторы,	121	50,4	24,0	42,9	15,6	62,0	52,7
в том числе официальное финансирование	28	2,5	1,2	1,8	0,6	9,7	8,2
<b>Страны – чистые дебиторы по состоянию обслуживания долга</b>							
Страны, имевшие просроченную задолженность, и/или страны, которым предоставлялось реоформление долга в период с 2004 по 2008 год	44	4,9	2,4	4,4	1,6	9,6	8,1
Другие страны – чистые дебиторы	77	45,5	21,7	38,5	14,0	52,4	44,5
<b>Другие группы</b>							
Бедные страны с высоким уровнем задолженности	39	2,4	1,2	1,9	0,7	10,7	9,1

<sup>1</sup>Доли ВВП основаны на стоимостной оценке ВВП стран по паритету покупательной способности (ППС). Число стран, составляющих каждую группу, отражает те страны, данные по которым включены в агрегированные показатели по соответствующей группе.

<sup>2</sup>Данные по зоне евро не включают Эстонию, но Эстония включена в сводные данные по странам с развитой экономикой.

<sup>3</sup>Грузия 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**

<b>Зоны основных валют</b>		
Соединенные Штаты		
Зона евро		
Япония		
<b>Зона евро<sup>1</sup></b>		
Австрия	Италия	Словацкая Республика
Бельгия	Кипр	Словения
Германия	Люксембург	Финляндия
Греция	Мальта	Франция
Ирландия	Нидерланды	
Испания	Португалия	
<b>Новые индустриальные страны Азии</b>		
САР Гонконг <sup>2</sup>	Сингапур	
Корея	Тайвань, провинция Китая	
<b>Основные страны с развитой экономикой</b>		
Германия	Соединенное Королевство	Япония
Италия	Соединенные Штаты	
Канада	Франция	
<b>Другие страны с развитой экономикой</b>		
Австралия	Корея	Чешская Республика
САР Гонконг <sup>2</sup>	Новая Зеландия	Швеция
Дания	Норвегия	Швейцария
Израиль	Сингапур	Эстония
Исландия	Тайвань, провинция Китая	

<sup>1</sup>Данные по Эстонии не включены в сводные данные по зоне евро, поскольку база данных еще не переведена в евро.

<sup>2</sup>Первого 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
<b>Содружество Независимых Государств<sup>1</sup></b>		
	Азербайджан	Монголия
	Казахстан	Узбекистан
	Россия	
	Туркменистан	
<b>Развивающиеся страны Азии</b>		
	Бруней-Даруссалам	Папуа-Новая Гвинея
	Тимор-Лешти	Соломоновы Острова
<b>Латинская Америка и Карибский бассейн</b>		
	Венесуэла	Гайана
	Тринидад и Тобаго	Перу
	Эквадор	Суринам
		Чили
<b>Ближний Восток и Северная Африка</b>		
	Алжир	Мавритания
	Бахрейн	
	Ирак	
	Исламская Респ. Иран	
	Йеменская Республика	
	Катар	
	Кувейт	
	Ливия	
	Объединенные Арабские Эмираты	
	Оман	
	Саудовская Аравия	
	Судан	
<b>Африка к югу от Сахары</b>		
	Ангола	Буркина-Фасо
	Габон	Бурунди
	Республика Конго	Гвинея
	Нигерия	Гвинея-Бисау
	Чад	Замбия
	Экваториальная Гвинея	Зимбабве
		Демократическая Республика Конго
		Малави
		Мали
		Мозамбик
		Сьерра-Леоне

<sup>1</sup>Примечание. Монголия, 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 <sup>2</sup>		Чистая внешняя позиция		Бедные страны с высоким уровнем задолженности <sup>2</sup>
	Чистый кредитор	Чистый дебитор <sup>1</sup>			Чистый кредитор	Чистый дебитор <sup>1</sup>	
<b>Центральная и Восточная Европа</b>							
Албания		*		Индонезия	*		
Босния и Герцеговина		*		Кирибати	*		
Болгария		*		Лаосская НДР		*	
Хорватия		*		Малайзия	*		
Венгрия		*		Мальдивские Острова		*	
Косово		*		Мьянма		*	
Латвия		*		Непал		●	
Литва		*		Пакистан		*	
БЮР Македония		*		Папуа-Новая Гвинея	*		
Черногория		*		Филиппины		*	
Польша		*		Самоа		●	
Румыния		*		Соломоновы Острова		*	
Сербия		*		Шри-Ланка		*	
Турция		*		Таиланд		*	
<b>Содружество Независимых Государств</b>							
Армения		*		Тимор-Лешти	*		
Азербайджан	*			Тонга		*	
Беларусь		*		Тувалу		●	
Грузия		*		Вануату		*	
Казахстан		*		Вьетнам		*	
Кыргызская Республика		●	*	<b>Латинская Америка и Карибский бассейн</b>			
Молдова		*		Антигуа и Барбуда		*	
Монголия		●		Аргентина		*	
Россия	*			Багамские Острова		*	
Таджикистан		*		Барбадос		*	
Туркменистан	*			Белиз		*	
Украина		*		Боливия	*		●
Узбекистан	*			Бразилия		*	
<b>Развивающиеся страны Азии</b>							
Исл. Республика Афганистан		●	●	Чили		*	
Бангладеш		●		Колумбия		*	
Бутан		*		Коста-Рика		*	
Бруней-Даруссалам	*			Доминика		*	
Камбоджа		*		Доминиканская Республика		*	
Китай	*			Эквадор		●	
Фиджи		*		Сальвадор		*	
Индия		*		Гренада		*	
				Гватемала		*	
				Гайана		●	●
				Гаити		●	●
				Гондурас		*	●
				Ямайка		*	
				Мексика		*	
				Никарагуа		*	●



Таблица Е (окончание)

	Чистая внешняя позиция		Бедные страны с высоким уровнем задолженности <sup>2</sup>		Чистая внешняя позиция		Бедные страны с высоким уровнем задолженности <sup>2</sup>
	Чистый кредитор	Чистый дебитор <sup>1</sup>			Чистый кредитор	Чистый дебитор <sup>1</sup>	
Панама		*		Камерун		*	●
Парагвай		*		Кабо-Верде		*	
Перу		*		Центральноафриканская Республика		●	●
Сент-Китс и Невис		*		Чад		*	*
Сент-Люсия		*		Коморские Острова		●	*
Сент-Винсент и Гренадины		●		Демократическая Республика Конго		●	●
Суринам		●		Республика Конго		●	●
Тринидад и Тобаго	*			Кот-д'Ивуар		*	*
Уругвай		*		Экваториальная Гвинея		*	
Венесуэла	*			Эритрея		●	*
<b>Ближний Восток и Северная Африка</b>				Эфиопия		●	●
Алжир	*			Габон	*		
Бахрейн	*			Гамбия		●	●
Джибути		*		Гана		●	●
Египет		*		Гвинея		*	*
Иран, Исламская Республика	*			Гвинея-Бисау		*	●
Ирак	*			Кения		*	
Иордания		*		Лесото		*	
Кувейт	*			Либерия		*	●
Ливан		*		Мадагаскар		●	●
Ливия	*			Малави		*	●
Мавритания		*	●	Мали		●	●
Марокко		*		Маврикий		*	
Оман	*			Мозамбик		*	●
Катар	*			Намибия	*		
Саудовская Аравия	*			Нигер		*	●
Судан		*	*	Нигерия	*		
Сирийская Арабская Республика		●		Руанда		●	●
Тунис		*		Сан-Томе и Принсипи		*	●
Объед. Арабские Эмираты	*			Сенегал		*	●
Йеменская Республика		*		Сейшельские Острова		*	
<b>Африка к югу от Сахары</b>				Сьерра-Леоне		*	●
Ангола	*			Южная Африка		*	
Бенин		*	●	Свазиленд		*	
Ботсвана	*			Танзания		*	●
Буркина-Фасо		●	●	Того		●	●
Бурунди		●	●	Уганда		*	●
				Замбия		*	●
				Зимбабве		●	

<sup>1</sup>Точка вместо звездочки указывает на то, что основным источником внешнего финансирования соответствующей страны – чистого дебитора является официальное финансирование.

<sup>2</sup>Точка вместо звездочки указывает на то, что страна достигла стадии завершения.

<sup>3</sup>Грузия 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», 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, В6, В7 и В9 в разделе «Статистического приложения» онлайн)<sup>1</sup>.

*Австралия.* Бюджетные прогнозы основаны на прогнозах персонала МВФ и среднегодовых экономических и налогово-бюджетных перспективах 2010–2011 года.

*Австрия.* Данные за прошлые периоды и прогнозы дефицита и долга сектора государственного управления еще не полностью отражают их последние пересмотры Статистическим управлением

Австрии в контексте направленного им Евростату бюджетного уведомления.

*Аргентина.* Прогнозы на 2011 год основаны на результатах исполнения бюджета 2010 года и допущениях персонала МВФ. В отношении последующих лет персонал МВФ исходит из предположения о неизменной политике.

*Бельгия.* Прогнозы на 2010 год являются предварительными оценками Национального банка Бельгии. Прогнозы персонала МВФ на 2011 и последующие годы предполагают неизменную политику. При этом в прогнозы на 2011 год вошли некоторые запланированные меры для федерального бюджета на 2011 год, находящийся на стадии подготовки, и целевые показатели на 2011 год для регионов, населенных пунктов и системы социального обеспечения. Для местных органов управления неизменная политика подразумевает продолжение цикла выборов.

*Бразилия.* Прогнозы на 2010 год основаны на законе о бюджете и допущениях персонала МВФ. В отношении последующих лет персонал МВФ исходит из предположения о неизменной политике при дальнейшем росте государственных капиталовложений в соответствии с намерениями официальных органов.

*Венгрия.* Бюджетные прогнозы включают допущения персонала МВФ о макроэкономической основе и влиянии утвержденных в законодательном порядке мер и планов налогово-бюджетной политики, объявленных до конца декабря 2010 года.

*Германия.* Прогнозы на 2010 год являются предварительными оценками Федеральной службы государственной статистики Германии. В прогнозах персонала МВФ на 2011 и последующие годы отражен принятый официальный основной бюджетный план федерального правительства с корректировками на различия в макроэкономической основе, разработанной персоналом МВФ, и предположениях персонала об эволюции бюджетов органов государственного управления регионального и местного уровней, системы социального страхования и специальных фондов. В оценку валового долга по состоянию на конец 2010 года входит перевод обязательств банков, имеющих безнадежные долги, на баланс сектора государственного управления.

*САР Гонконг.* Прогнозы основаны на среднесрочных официальных бюджетных прогнозах.

*Греция.* Макроэкономические и бюджетные прогнозы на 2011 год и среднесрочную перспективу соответствуют мерам экономической политики,

<sup>1</sup>Разрыв между потенциальным и фактическим объемом производства представляет собой фактический объем производства за вычетом потенциального в процентах потенциального объема производства. Структурные сальдо выражены в процентах потенциального объема производства. Структурное сальдо — это фактическое чистое кредитование/заимствование, которое наблюдалось бы в случае совпадения фактического объема производства с потенциальным. 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. at

которые МВФ согласился поддерживать в контексте договоренности о кредите «стэнд-бай». В бюджетные прогнозы заложена решительная бюджетная консолидация с начальной концентрацией, уже начавшаяся в 2010 году, за которой последуют дальнейшие меры в 2011–2013 годы. Ожидается, что темпы роста достигнут нижнего предела в конце 2010 года и после этого постепенно повысятся, став положительными в 2012 году. В данные входит пересмотр бюджетных данных за 2006–2009 годы. Эти поправки корректируют ряд недостатков составленной ранее статистики. Во-первых, контролируемые государством предприятия, продажи которых покрывают менее 50 процентов себестоимости, переклассифицированы как часть сектора государственного управления в соответствии с директивами Евростата. Это коснулось в общей сложности 17 структур, включая ряд крупных убыточных предприятий. Долг этих структур (7¼ процента ВВП) теперь включается 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, единовременные выплаты уходящим на пенсию государственным служащим и платежи поставщикам сектора здравоохранения) и пересмотренные остатки системы социального обеспечения, отражающие поправки на вмененные процентные платежи, двойной счет доходов и другие неточности. Наконец, недавно полученная информация о свопах также помогает понять пересмотр данных о долге в сторону повышения.

*Дания.* Прогнозы на 2010–2011 годы приведены в соответствие с последними официальными бюджетными оценками и базовыми экономическими прогнозами, скорректированными, по мере необходимости, с учетом макроэкономических предположений персонала МВФ. В прогнозах на 2012–2016 годы учтены основные характеристики среднесрочного бюджетного плана, изложенные в подготовленной официальными органами Программе конвергенции 2009 года, представленной Европейскому союзу.

*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. Дан-

ные 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 данных национальных счетов 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 бюджета 2010 года был ниже ожидавшегося (0,6 процента ВВП), отражая недорасходование средств, особенно на государственные инвестиции. Дефицит 2011 года оценивается на уровне 1,5 процента ВВП, что ниже бюджетной расчетной оценки, составляющей 1,8 процента ВВП. При вероятном отрицательном влиянии на бюджет более высоких цен на нефть в отсутствие реформы цен на топливо это воздействие будет, вероятно, компенсироваться неполным расходованием средств, в частности на государственные инвестиции, в свете значительно-го повышения, предусмотренного в бюджете. Бюджетные прогнозы на 2012–2016 годы основаны на важнейших реформах экономической политики, необходимых для поддержки экономического роста, в частности мерах по улучшению исполнения бюджета для обеспечения эффективности налогово-бюджетной политики, сокращении субсидий энергетики путем постепенного повышения административных цен и непрерывных усилиях по мобилизации доходов для расширения возможностей развития инфраструктуры.

*Ирландия.* Бюджетные прогнозы основаны на бюджете 2011 года и среднесрочной корректировке, предусмотренной декабрьской Программой ЕС/МВФ 2010 года. Она включает меры по консолидации на сумму 15 млрд евро в 2011–2014 годах, причем экономия средств в размере на 6 млрд евро намечена на 2011 год. Прогнозы скорректированы на различия между макроэкономическими прогнозами персонала МВФ и властей Ирландии. Новое правительство, приступившее к работе в начале марта 2011 года, также привержено бюджетной программе на 2011–2012 годы и дальнейшей консолидации в среднесрочной перспективе.

*Испания.* Показатели за 2010 год являются расчетными результатами исполнения бюджета сектора государственного управления за год. Бюджетные прогнозы на 2011 и последующие годы

### Вставка А1 (продолжение)

основаны на бюджете на 2011 год и среднесрочном плане официальных органов с корректировкой на макроэкономические прогнозы персонала МВФ.

*Италия.* В прогнозах бюджета учитывается воздействие Закона о бюджете на 2010 год и мер по бюджетной корректировке на 2011–2013 годы, утвержденных правительством в мае 2010 года с изменениями, внесенными при утверждении парламентом в июне–июле 2010 года. Оценки за 2010 год — предварительные данные о результатах исполнения, полученные от Итальянского национального института статистики (Истат). Прогнозы персонала МВФ исходят из оценок официальными органами сценария экономической политики, включая вышеуказанный пакет мер среднесрочной бюджетной консолидации, с корректировкой в основном на различия в макроэкономических допущениях и менее оптимистические допущения в отношении последствий мер управления доходами (для борьбы с уклонением от налогов). С 2013 года предполагается постоянное структурное первичное сальдо (без учета единовременных статей).

*Канада.* В прогнозных расчетах использованы базисные прогнозы из последнего документа «Бюджет 2011 года: план низких налогов ради создания рабочих мест и экономического роста». 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 (Update of Economic and Fiscal Projections, October 2010) и Бюро статистики Канады, включая результаты исполнения бюджетов федерального правительства, провинций и территорий до конца четвертого квартала 2010 года (включительно).

*Китай.* Предполагается, что в 2010–2011 годы правительство продолжит и завершит реализацию программы стимулов, объявленной в конце 2008 года, хотя отсутствие подробных опубликованных данных об этом пакете затрудняет проведение анализа персоналом МВФ. В частности, персонал МВФ исходит из предположения о дальнейшем использовании стимулов в 2010 году и отсутствии значительного бюджетного импульса. Стимул прекратится в 2011 году, что даст негативный бюджетный импульс в размере примерно 1 процента ВВП (отражающий одновременно повышение доходов и снижение расходов).

*Корея.* В бюджетных прогнозах предполагается проведение в 2011 году объявленной правительством налогово-бюджетной политики. Прогноз на 2010 год в основном исходит из фактических результатов исполнения по состоянию на ноябрь

2010 года, предполагая, что в первые 11 месяцев собрано/произведено примерно 92 процента совокупных доходов/расходов. В результате прогнозируется бюджетный импульс, который составит, по оценкам –0,3 процента ВВП. Показатели расходов в 2011 году соответствуют показателям расходов, представленным в бюджете правительства. Прогнозы доходов отражают макроэкономические допущения персонала МВФ с корректировкой на налоговые меры, включенные в пакет стимулов, рассчитанный на несколько лет и введенный в 2009 году, а также дискреционные меры по увеличению доходов, включенные в бюджет на 2010 год. Среднесрочные прогнозы основаны на предположении о продолжении правительством реализации планов по консолидации и обеспечению сбалансированности бюджета (без учета фондов социального обеспечения) в 2013 году.

*Мексика.* Бюджетные прогнозы основаны на 1) макроэкономических прогнозах персонала МВФ, 2) модифицированном правиле сбалансированности бюджета в соответствии с Законом о бюджетной ответственности, включая применение исключительного положения, и 3) официальных прогнозах расходов, включая расходы на пенсии и здравоохранение, и ограничений фонда заработной платы. В прогнозах на 2010–2011 годы учтен отход от целевого показателя сбалансированного бюджета в соответствии с исключительным положением бюджетной основы, которое допускает небольшой дефицит, отражающий циклическое сокращение доходов.

*Нидерланды.* Бюджетные прогнозы на 2010–2015 годы основаны на бюджетных прогнозах Бюро по анализу экономической политики, с внесением в них корректировок для учета различий в макроэкономических допущениях. В прогнозе на 2016 год предполагается продолжение бюджетной консолидации такими же темпами, что в 2015 году.

*Новая Зеландия.* Бюджетные прогнозы основаны на бюджете официальных органов на 2010 год и оценках персонала МВФ. Начиная с 2006/2007 бюджетного года бюджетная отчетность Новой Зеландии переведена на общепринятые принципы бухгалтерского учета; сопоставимые данные за прошлые периоды отсутствуют.

*Португалия.* Данные за 2010 год носят предварительный характер. В прогнозах персонала МВФ на 2011 и последующие годы учтены все утвержденные налогово-бюджетные меры (исключая меры, предложенные в марте 2011 года, которые были отвергнуты парламентом). В бюджетные данные также включено влияние макроэкономических прогнозов персонала МВФ.

*Россия.* Прогнозы на 2011–2013 годы основаны на показателе дефицита без учета нефти в процентном отношении к ВВП, предусмотренном в проекте среднесрочного бюджета, и прогнозах доходов, составленных персоналом МВФ. Персонал МВФ исходит из предположения о неизменном сальдо бюджета федерального правительства без учета нефти в процентах ВВП в 2013–2016 годы.

*Саудовская Аравия.* Официальные органы исходят из осторожного допущения о ценах на нефть — в бюджет 2011 года заложена цена 54 долл./баррель — так что результаты исполнения бюджета часто существенно отличаются от бюджета. Прогнозы нефтяных доходов, составленные персоналом МВФ, основаны на базисных ценах на нефть в ПРМЭ, пониженных на 5 процентов, что отражает более высокое содержание серы в нефти Саудовской Аравии. Что касается нефтяных доходов, предполагается рост таможенных поступлений параллельно с импортом, инвестиционных доходов — в соответствии с Лондонской межбанковской ставкой предложения (ЛИБОР), а сборов и платежей — в зависимости от ненефтяного ВВП. В отношении расходов предполагается, что заработная плата превысит естественный темп роста, отражая распределение роста заработной платы на 15 процентов в период с 2008 по 2010 год, и прогнозируется рост объема товаров и услуг в соответствии с уровнем инфляции в среднесрочном плане. В 2010 и 2013 году выплачивается 13-ая зарплата на основе лунного календаря. Выплаты процентов, по прогнозу, сократятся в соответствии с официальной политикой погашения государственного долга. Прогнозируется, что капитальные расходы в 2010 году будут выше, чем предусмотрено бюджетом, примерно на 32 процента, в соответствии с заявлением официальных органов, согласно которому расходы составят 400 млрд долларов в среднесрочном плане. Темпы расходов, по прогнозу, замедлятся в среднесрочной перспективе, что приведет к ужесточению курса налогово-бюджетной политики.

*Сингапур.* Прогнозы на 2011/2012 бюджетный год основаны на показателях бюджета. Персонал МВФ исходит из допущения о неизменной экономической политике в оставшейся части прогнозного периода.

*Соединенное Королевство.* Бюджетные прогнозы основаны на официальном бюджете 2011 года, объявленном в марте 2011 года, и Перспективах экономики и бюджета, подготовленных Управлением бюджетной ответственности и опубликованных вместе с бюджетом. Эти прогнозы учитывают

объявленные планы среднесрочной консолидации начиная с 2011 года. В прогнозы внесены корректировки для учета различий в прогнозах макроэкономических и финансовых переменных.

*Соединенные Штаты.* Бюджетные прогнозы основаны на мерах политики, изложенных в президентском проекте бюджета на 2012 финансовый год с поправкой на оценку персоналом МВФ экономической политики, которую, вероятно, примет Конгресс. По сравнению с президентским бюджетом, персонал МВФ предполагает более значительное сокращение дискреционных расходов с концентрацией на начальном этапе, дальнейшее продление чрезвычайных пособий по безработице и задержку принятия предлагаемых мер по привлечению доходов. Оценки бюджетного дефицита персоналом МВФ также не включают определенные меры, еще не указанные официальными органами, и корректируются на различия в отражении в учете поддержки финансового сектора. Полученные прогнозные оценки корректируются для отражения прогнозов персоналом МВФ основных макроэкономических и финансовых переменных и переводятся на основу сектора государственного управления.

*Турция.* Бюджетные прогнозы исходят из предположения о выполнении официальными органами их целевых показателей сальдо бюджета, изложенных в Среднесрочной программе на 2011–2013 годы.

*Франция.* Оценки по сектору государственного управления за 2010 год являются предварительными оценками из бюджета 2011 года, а в случае центрального правительства отражают фактические результаты исполнения. Прогнозы на 2011 и последующие годы отражают официальный бюджет на 2011–2014 годы с корректировкой на различия в допущениях о макроэкономических и финансовых переменных и прогнозах доходов.

*Швеция.* Бюджетные прогнозы на 2010 год соответствуют прогнозам официальных органов. Воздействие циклических изменений на бюджетные счета рассчитано с использованием последнего коэффициента полуэластичности ОЭСР.

*Швейцария.* Прогнозы на 2009–2015 годы основаны на расчетах персонала МВФ, включающих меры по восстановлению сбалансированности федеральных счетов и укреплению финансов сферы социального обеспечения.

*Южная Африка.* Бюджетные прогнозы исходят из бюджета официальных органов на 2011 год и намерений в сфере экономической политики, изложенных в бюджетном анализе, опубликованном 23 февраля 2011 года.

### **Вставка А1 (окончание)**

*Япония.* В прогнозы на 2011 год включены меры налогово-бюджетной политики, уже объявленные правительством, и расходы на реконструкцию в размере примерно 1 процента ВВП. В среднесрочных прогнозах обычно предполагается, что расходы и доходы сектора государственного управления корректируются в соответствии с текущими базисными демографическими и экономическими тенденциями (без учета бюджетного стимула).

#### ***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 в течение экономического цикла: официальные процентные ставки повышаются, когда экономи-

ческие показатели указывают на то, что ожидаемая инфляция будет выше приемлемого уровня или диапазона, и понижаются, 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 0,6 процента в 2011 году и 0,9 процента в 2012 году (см. таблицу 1.1). Ставка по трехмесячным депозитам в евро предполагается в среднем на уровне 1,7 процента в 2011 году и 2,6 процента в 2012 году. Процентная ставка по шестимесячным депозитам в японских йенах предполагается в среднем на уровне 0,6 процента в 2011 году и 0,3 процента в 2012 году.

## Перечень таблиц

### Объем производства

A1. Сводные данные о мировом объеме производства	193
A2. Страны с развитой экономикой: реальный ВВП и совокупный внутренний спрос	194
A3. Страны с развитой экономикой: компоненты реального ВВП	195
A4. Страны с формирующимся рынком и развивающиеся страны: реальный ВВП	197

### Инфляция

A5. Сводные данные по инфляции	201
A6. Страны с развитой экономикой: потребительские цены	202
A7. Страны с формирующимся рынком и развивающиеся страны: потребительские цены	203

### Финансовая политика

A8. Основные страны с развитой экономикой: сальдо бюджета и долг сектора государственного управления	207
--	-----

### Внешняя торговля

A9. Сводные данные по объемам и ценам мировой торговли	208
--	-----

### Текущие операции

A10. Сводные данные о сальдо по счетам текущих операций	210
A11. Страны с развитой экономикой: сальдо счета текущих операций	211
A12. Страны с формирующимся рынком и развивающиеся страны: сальдо счета текущих операций	212

### Платежный баланс и внешнее финансирование

A13. Страны с формирующимся рынком и развивающиеся страны: чистые финансовые потоки	216
A14. Страны с формирующимся рынком и развивающиеся страны: частные финансовые потоки	217
A15. Страны с формирующимся рынком и развивающиеся страны: резервы	218

### Движение средств

A16. Сводные данные об источниках и использовании мировых сбережений	220
--	-----

### Среднесрочный базисный сценарий

A17. Краткий обзор среднесрочного базисного сценария развития мировой экономики	224
---	-----





**Таблица А1. Сводные данные о мировом объеме производства<sup>1</sup>***(Годовое изменение в процентах)*

	Среднее									Прогнозы		
	1993–2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2016
<b>Весь мир</b>	<b>3,3</b>	<b>3,6</b>	<b>4,9</b>	<b>4,6</b>	<b>5,2</b>	<b>5,4</b>	<b>2,9</b>	<b>-0,5</b>	<b>5,0</b>	<b>4,4</b>	<b>4,5</b>	<b>4,7</b>
<b>Страны с развитой экономикой</b>	<b>2,8</b>	<b>1,9</b>	<b>3,1</b>	<b>2,7</b>	<b>3,0</b>	<b>2,7</b>	<b>0,2</b>	<b>-3,4</b>	<b>3,0</b>	<b>2,4</b>	<b>2,6</b>	<b>2,4</b>
Соединенные Штаты	3,4	2,5	3,6	3,1	2,7	1,9	0,0	-2,6	2,8	2,8	2,9	2,7
Зона евро <sup>2</sup>	2,1	0,8	2,2	1,7	3,1	2,9	0,4	-4,1	1,7	1,6	1,8	1,7
Япония	0,8	1,4	2,7	1,9	2,0	2,4	-1,2	-6,3	3,9	1,4	2,1	1,2
Другие страны с развитой экономикой <sup>3</sup>	3,8	2,6	4,1	3,4	3,9	4,0	1,1	-2,3	4,3	3,2	3,3	3,1
<b>Страны с формирующимся рынком и развивающиеся страны</b>	<b>4,1</b>	<b>6,2</b>	<b>7,5</b>	<b>7,3</b>	<b>8,2</b>	<b>8,8</b>	<b>6,1</b>	<b>2,7</b>	<b>7,3</b>	<b>6,5</b>	<b>6,5</b>	<b>6,8</b>
<b>Региональные группы</b>												
Центральная и Восточная Европа	3,3	4,8	7,3	5,9	6,4	5,5	3,2	-3,6	4,2	3,7	4,0	3,9
Содружество Независимых Государств <sup>4</sup>	-1,2	7,7	8,1	6,7	8,9	9,0	5,3	-6,4	4,6	5,0	4,7	4,3
Развивающиеся страны Азии	7,1	8,1	8,6	9,5	10,4	11,4	7,7	7,2	9,5	8,4	8,4	8,6
Латинская Америка и Карибский бассейн	2,7	2,1	6,0	4,7	5,6	5,7	4,3	-1,7	6,1	4,7	4,2	3,9
Ближний Восток и Северная Африка	3,3	7,3	6,0	5,4	5,8	6,2	5,1	1,8	3,8	4,1	4,2	5,1
Африка к югу от Сахары	3,7	4,9	7,1	6,2	6,4	7,2	5,6	2,8	5,0	5,5	5,9	5,4
<i>Для справки</i>												
Европейский союз	2,4	1,5	2,6	2,2	3,5	3,2	0,7	-4,1	1,8	1,8	2,1	2,1
<b>Аналитические группы</b>												
<b>По источникам экспортных доходов</b>												
Топливо	1,3	7,2	7,9	6,7	7,5	7,7	5,2	-1,9	3,8	4,9	4,4	4,4
Товары, кроме топлива, в том числе первичные продукты	4,9	6,0	7,4	7,4	8,4	9,1	6,3	3,8	8,0	6,9	6,9	7,2
3,9	4,1	5,5	6,1	6,2	6,6	6,6	1,5	7,0	6,7	5,7	5,6	
<b>По источникам внешнего финансирования</b>												
Страны – чистые дебиторы, в том числе официальное финансирование	3,5	4,5	6,6	5,9	6,7	6,8	4,6	0,9	6,8	5,3	5,3	5,6
3,5	3,3	6,3	6,4	5,9	5,8	6,3	5,2	5,1	6,2	5,9	6,1	
<b>Страны – чистые дебиторы по состоянию обслуживания долга</b>												
Страны, имевшие просроченную задолженность, и/или страны, которым предоставлялось реоформление долга, в период с 2005 по 2009 год	2,4	6,1	7,5	7,8	7,7	7,7	6,1	2,2	6,5	5,3	5,0	4,9
<i>Для справки</i>												
<b>Медианный темп роста</b>												
Страны с развитой экономикой	3,2	2,2	4,0	3,1	3,8	4,1	0,9	-3,5	2,4	2,4	2,4	2,5
Страны с формирующимся рынком и развивающиеся страны	3,8	4,7	5,4	5,4	5,6	6,3	5,1	1,8	4,3	4,6	4,7	4,7
<b>Объем производства на душу населения</b>												
Страны с развитой экономикой	2,1	1,2	2,4	2,0	2,3	2,0	-0,5	-4,0	2,4	1,7	2,0	1,8
Страны с формирующимся рынком и развивающиеся страны	2,8	5,0	6,4	6,1	7,1	7,6	4,9	1,6	6,3	5,5	5,5	5,8
<b>Рост мировой экономики на основе рыночных валютных курсов</b>	<b>2,7</b>	<b>2,7</b>	<b>3,9</b>	<b>3,5</b>	<b>4,0</b>	<b>3,9</b>	<b>1,6</b>	<b>-2,1</b>	<b>3,9</b>	<b>3,5</b>	<b>3,7</b>	<b>3,8</b>
<b>Стоимость мирового объема производства в миллиардах долларов США</b>												
По рыночным валютным курсам	30 111	37 416	42 119	45 562	49 349	55 702	61 268	57 920	62 909	68 652	72 486	90 452
По паритетах покупательной способности	37 220	48 797	52 655	56 729	61 583	66 715	70 038	70 124	74 265	78 291	82 913	105 546

<sup>1</sup>Реальный ВВП.<sup>2</sup>Эстония не включена.<sup>3</sup>В этой таблице «другие страны с развитой экономикой» означает страны с развитой экономикой, за исключением США, стран зоны евро и Японии, но включая Эстонию.<sup>4</sup>Грузия 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 спрос<sup>1</sup>**

(Годовое изменение в процентах)

	Среднее									Прогнозы			Четвертый квартал <sup>2</sup>			
	1993–2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2016	Прогнозы			
													2010: IV кв	2011: IV кв	2012: IV кв	
<b>Реальный ВВП</b>																
<b>Страны с развитой экономикой</b>	<b>2,8</b>	<b>1,9</b>	<b>3,1</b>	<b>2,7</b>	<b>3,0</b>	<b>2,7</b>	<b>0,2</b>	<b>-3,4</b>	<b>3,0</b>	<b>2,4</b>	<b>2,6</b>	<b>2,4</b>	<b>2,7</b>	<b>2,6</b>	<b>2,5</b>	
Соединенные Штаты	3,4	2,5	3,6	3,1	2,7	1,9	0,0	-2,6	2,8	2,8	2,9	2,7	2,7	3,0	2,7	
Зона евро <sup>3</sup>	2,1	0,8	2,2	1,7	3,1	2,9	0,4	-4,1	1,7	1,6	1,8	1,7	2,0	1,5	2,1	
Германия	1,5	-0,2	0,7	0,9	3,6	2,8	0,7	-4,7	3,5	2,5	2,1	1,3	4,0	1,9	2,5	
Франция	2,0	1,1	2,3	2,0	2,4	2,3	0,1	-2,5	1,5	1,6	1,8	2,1	1,5	1,7	2,0	
Италия	1,6	0,0	1,5	0,7	2,0	1,5	-1,3	-5,2	1,3	1,1	1,3	1,4	1,5	1,3	1,2	
Испания	3,2	3,1	3,3	3,6	4,0	3,6	0,9	-3,7	-0,1	0,8	1,6	1,7	0,6	1,1	1,9	
Нидерланды	2,9	0,3	2,2	2,0	3,4	3,9	1,9	-3,9	1,7	1,5	1,5	1,8	2,1	0,6	2,8	
Бельгия	2,3	0,8	3,1	2,0	2,7	2,8	0,8	-2,7	2,0	1,7	1,9	1,9	1,6	1,9	2,1	
Греция	2,7	5,9	4,4	2,3	5,2	4,3	1,0	-2,0	-4,5	-3,0	1,1	2,9	-6,6	-0,6	1,6	
Австрия	2,2	0,8	2,5	2,5	3,6	3,7	2,2	-3,9	2,0	2,4	2,3	1,8	3,1	1,3	3,1	
Португалия	2,7	-0,9	1,6	0,8	1,4	2,4	0,0	-2,5	1,4	-1,5	-0,5	1,2	1,2	-2,0	0,3	
Финляндия	3,5	2,0	4,1	2,9	4,4	5,3	0,9	-8,2	3,1	3,1	2,5	2,0	5,0	1,4	3,5	
Ирландия	7,7	4,4	4,6	6,0	5,3	5,6	-3,5	-7,6	-1,0	0,5	1,9	3,4	-0,6	2,6	1,9	
Словацкая Республика	...	4,8	5,1	6,7	8,5	10,5	5,8	-4,8	4,0	3,8	4,2	4,2	3,4	3,9	4,2	
Словения	4,1	2,8	4,3	4,5	5,9	6,9	3,7	-8,1	1,2	2,0	2,4	1,9	1,9	3,9	2,2	
Люксембург	4,7	1,5	4,4	5,4	5,0	6,6	1,4	-3,7	3,4	3,0	3,1	3,1	3,2	2,7	3,7	
Эстония	...	7,6	7,2	9,4	10,6	6,9	-5,1	-13,9	3,1	3,3	3,7	3,6	6,8	1,7	4,8	
Кипр	4,1	1,9	4,2	3,9	4,1	5,1	3,6	-1,7	1,0	1,7	2,2	2,7	2,6	1,7	2,2	
Мальта	...	-0,3	1,1	4,7	2,1	4,4	5,3	-3,4	3,6	2,5	2,2	2,4	4,0	5,1	2,0	
Япония	0,8	1,4	2,7	1,9	2,0	2,4	-1,2	-6,3	3,9	1,4	2,1	1,2	2,5	2,5	1,3	
Соединенное Королевство	3,1	2,8	3,0	2,2	2,8	2,7	-0,1	-4,9	1,3	1,7	2,3	2,6	1,5	2,2	2,4	
Канада	3,5	1,9	3,1	3,0	2,8	2,2	0,5	-2,5	3,1	2,8	2,6	1,9	3,2	2,8	2,5	
Корея	6,1	2,8	4,6	4,0	5,2	5,1	2,3	0,2	6,1	4,5	4,2	4,0	4,9	4,6	4,2	
Австралия	4,0	3,3	3,8	3,1	2,6	4,6	2,6	1,3	2,7	3,0	3,5	3,0	2,7	3,5	3,2	
Тайвань, провинция Китая	5,0	3,7	6,2	4,7	5,4	6,0	0,7	-1,9	10,8	5,4	5,2	4,9	5,6	8,3	3,7	
Швеция	2,6	2,3	4,2	3,2	4,3	3,3	-0,6	-5,3	5,5	3,8	3,5	3,4	7,2	1,8	5,7	
Швейцария	1,3	-0,2	2,5	2,6	3,6	3,6	1,9	-1,9	2,6	2,4	1,8	1,8	3,2	1,8	1,8	
САР Гонконг	3,0	3,0	8,5	7,1	7,0	6,4	2,3	-2,7	6,8	5,4	4,2	4,3	6,0	5,7	2,9	
Сингапур	6,1	4,6	9,2	7,4	8,7	8,8	1,5	-0,8	14,5	5,2	4,4	4,0	13,7	6,3	3,3	
Чешская Республика	...	3,6	4,5	6,3	6,8	6,1	2,5	-4,1	2,3	1,7	2,9	3,2	2,6	1,4	4,4	
Норвегия	3,4	1,0	3,9	2,7	2,3	2,7	0,8	-1,4	0,4	2,9	2,5	2,1	1,5	2,7	2,5	
Израиль	4,5	1,5	5,1	4,9	5,7	5,3	4,2	0,8	4,6	3,8	3,8	3,3	5,6	2,4	4,7	
Дания	2,4	0,4	2,3	2,4	3,4	1,6	-1,1	-5,2	2,1	2,0	2,0	1,9	2,7	2,3	2,1	
Новая Зеландия	3,8	4,2	4,5	3,3	1,0	2,8	-0,2	-2,1	1,5	0,9	4,1	2,4	0,8	2,0	4,4	
Исландия	3,3	2,4	7,7	7,5	4,6	6,0	1,4	-6,9	-3,5	2,3	2,9	3,0	0,0	3,3	2,3	
<i>Для справки</i>																
Основные страны с развитой экономикой	2,5	1,8	2,9	2,4	2,6	2,2	-0,2	-3,7	2,8	2,3	2,5	2,2	2,6	2,5	2,3	
Новые индустриальные страны Азии	5,4	3,2	5,9	4,8	5,8	5,9	1,8	-0,8	8,4	4,9	4,5	4,3	6,1	5,9	3,8	
<b>Реальный совокупный внутренний спрос</b>																
<b>Страны с развитой экономикой</b>	<b>2,8</b>	<b>2,2</b>	<b>3,2</b>	<b>2,7</b>	<b>2,8</b>	<b>2,3</b>	<b>-0,2</b>	<b>-3,7</b>	<b>2,8</b>	<b>2,0</b>	<b>2,3</b>	<b>2,4</b>	<b>2,8</b>	<b>2,4</b>	<b>2,4</b>	
Соединенные Штаты	3,8	2,8	4,0	3,2	2,6	1,3	-1,1	-3,6	3,2	2,4	2,7	2,9	3,1	2,8	2,7	
Зона евро <sup>3</sup>	...	1,4	1,9	1,9	2,9	2,6	0,4	-3,4	0,9	0,8	1,3	1,6	1,4	1,1	1,6	
Германия	1,0	0,6	-0,1	0,0	2,4	1,3	1,2	-1,9	2,5	1,3	1,6	1,2	3,4	1,5	1,7	
Франция	1,9	1,8	3,1	2,8	2,7	3,3	0,4	-2,4	1,1	1,5	1,8	2,1	0,9	1,7	1,9	
Италия	1,3	0,8	1,3	0,9	2,0	1,3	-1,4	-3,9	1,6	1,4	0,9	1,2	2,3	0,9	1,3	
Испания	3,1	3,8	4,8	5,1	5,2	4,1	-0,6	-6,0	-1,1	-0,1	1,3	1,5	-0,6	1,1	1,4	
Япония	0,8	0,8	1,9	1,7	1,2	1,3	-1,4	-4,8	2,1	1,8	2,0	1,0	2,1	2,7	1,1	
Соединенное Королевство	3,3	2,9	3,5	2,1	2,5	3,1	-0,7	-5,5	2,4	0,9	1,6	2,3	2,8	0,5	2,1	
Канада	2,9	4,5	4,1	5,0	4,4	3,9	2,5	-2,6	5,2	2,8	2,5	1,8	4,1	3,1	2,5	
Другие страны с развитой экономикой <sup>4</sup>	3,9	2,0	4,6	3,3	4,0	4,7	1,6	-2,9	5,7	4,1	3,8	3,8	4,9	4,0	4,5	
<i>Для справки</i>																
Основные страны с развитой экономикой	2,6	2,2	3,0	2,5	2,4	1,7	-0,6	-3,6	2,8	2,0	2,2	2,2	2,8	2,3	2,1	
Новые индустриальные страны Азии	4,7	0,8	4,8	2,9	4,2	4,3	1,7	-3,2	7,9	4,8	4,3	4,5	5,5	5,2	5,1	

<sup>1</sup> В тех случаях, когда страны приведены не в алфавитном порядке, они упорядочены по размеру экономики.

<sup>2</sup> По отношению к четвертому кварталу предыдущего года.

<sup>3</sup> Эстония не включена.

<sup>4</sup> В этой таблице «другие страны с развитой экономикой» означает страны с развитой экономикой, за исключением США, стран зоны евро и Японии, но включая Эстонию.

Таблица А3. Страны с развитой экономикой: компоненты реального ВВП

(Годовое изменение в процентах)

	Средние										Прогнозы	
	1993–2002	2003–12	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012
<b>Расходы на частное потребление</b>												
<b>Страны с развитой экономикой</b>	<b>3,0</b>	<b>1,7</b>	<b>2,0</b>	<b>2,7</b>	<b>2,7</b>	<b>2,6</b>	<b>2,5</b>	<b>0,2</b>	<b>-1,1</b>	<b>1,7</b>	<b>2,0</b>	<b>2,1</b>
Соединенные Штаты	3,8	2,0	2,8	3,5	3,4	2,9	2,4	-0,3	-1,2	1,8	2,9	2,2
Зона евро <sup>1</sup>	...	1,1	1,2	1,6	1,8	2,1	1,7	0,4	-1,1	0,8	1,1	1,3
Германия	1,5	0,5	0,1	0,1	0,3	1,4	-0,2	0,7	-0,2	0,4	1,2	1,1
Франция	2,0	1,8	2,1	2,4	2,5	2,6	2,5	0,5	0,6	1,7	1,4	1,6
Италия	1,3	0,6	1,0	0,7	1,1	1,2	1,1	-0,8	-1,8	1,0	1,4	1,4
Испания	2,8	1,8	2,9	4,2	4,2	3,8	3,7	-0,6	-4,2	1,2	1,3	1,4
Япония	1,2	0,7	0,4	1,6	1,3	1,5	1,6	-0,7	-1,9	1,8	-0,2	1,6
Соединенное Королевство	3,6	1,2	3,0	3,1	2,2	1,8	2,2	0,4	-3,2	0,6	0,4	1,5
Канада	3,1	3,1	3,0	3,3	3,7	4,2	4,6	2,9	0,4	3,4	3,2	2,6
Другие страны с развитой экономикой <sup>2</sup>	4,2	3,0	1,8	3,7	3,5	3,7	4,7	1,2	0,2	3,4	3,7	3,7
<i>Для справки</i>												
Основные страны с развитой экономикой	2,8	1,6	2,0	2,6	2,5	2,4	2,0	0,0	-1,2	1,6	1,9	1,9
Новые индустриальные страны Азии	5,5	3,1	0,6	3,0	3,9	3,8	4,7	1,0	0,5	4,2	4,6	4,4
<b>Государственное потребление</b>												
<b>Страны с развитой экономикой</b>	<b>2,0</b>	<b>1,4</b>	<b>2,2</b>	<b>1,7</b>	<b>1,3</b>	<b>1,6</b>	<b>1,9</b>	<b>2,3</b>	<b>2,4</b>	<b>1,4</b>	<b>-0,2</b>	<b>-0,5</b>
Соединенные Штаты	1,7	0,8	2,2	1,4	0,6	1,0	1,3	2,5	1,9	1,0	-1,7	-2,0
Зона евро <sup>1</sup>	...	1,5	1,7	1,6	1,6	2,2	2,2	2,4	2,4	0,7	-0,1	-0,1
Германия	1,4	1,2	0,4	-0,7	0,4	1,0	1,6	2,3	2,9	2,3	1,1	0,6
Франция	1,3	1,5	2,0	2,2	1,2	1,3	1,5	1,6	2,8	1,4	0,5	0,5
Италия	0,5	0,8	1,9	2,2	1,9	0,5	0,9	0,5	1,0	-0,6	0,1	-0,3
Испания	3,1	3,2	4,8	6,3	5,5	4,6	5,5	5,8	3,2	-0,7	-1,1	-1,6
Япония	2,9	1,5	2,3	1,9	1,6	0,4	1,5	0,5	3,0	2,3	1,2	0,6
Соединенное Королевство	1,6	1,3	3,4	3,0	2,0	1,4	1,3	1,6	1,0	0,8	-0,5	-1,3
Канада	1,1	2,7	3,1	2,0	1,4	3,0	2,7	3,9	3,5	3,4	2,9	1,1
Другие страны с развитой экономикой <sup>2</sup>	2,9	2,6	2,4	1,9	2,0	3,2	3,1	2,9	3,2	2,9	2,3	2,0
<i>Для справки</i>												
Основные страны с развитой экономикой	1,7	1,1	2,1	1,5	1,0	1,0	1,4	2,0	2,2	1,3	-0,4	-0,9
Новые индустриальные страны Азии	3,8	3,2	2,2	2,4	2,4	3,9	4,0	3,3	4,2	3,7	2,9	2,8
<b>Валовое накопление основного капитала</b>												
<b>Страны с развитой экономикой</b>	<b>3,4</b>	<b>1,4</b>	<b>2,1</b>	<b>4,5</b>	<b>4,3</b>	<b>3,9</b>	<b>2,2</b>	<b>-2,5</b>	<b>-12,1</b>	<b>2,5</b>	<b>4,2</b>	<b>6,2</b>
Соединенные Штаты	5,6	1,2	3,1	6,2	5,3	2,5	-1,2	-4,5	-14,8	3,2	5,3	9,7
Зона евро <sup>1</sup>	...	0,8	1,3	2,3	3,2	5,4	4,7	-0,8	-11,4	-0,7	1,9	3,0
Германия	0,2	1,8	-0,3	-0,3	0,9	8,0	4,7	2,5	-10,1	6,0	4,2	3,7
Франция	2,1	1,6	2,2	3,3	4,4	4,5	6,0	0,5	-7,1	-1,6	1,5	2,6
Италия	1,9	-0,3	-1,2	2,3	0,8	2,9	1,7	-3,8	-11,9	2,5	2,6	2,6
Испания	4,4	0,0	5,9	5,1	7,0	7,2	4,5	-4,8	-16,0	-7,6	-2,7	4,0
Япония	-1,2	-0,3	-0,5	1,4	3,1	0,5	-1,2	-3,6	-11,7	-0,2	6,3	4,3
Соединенное Королевство	4,5	1,4	1,1	5,1	2,4	6,4	7,8	-5,0	-15,4	3,0	3,9	6,4
Канада	4,2	3,7	6,2	7,8	9,3	7,1	3,5	1,4	-11,7	8,3	3,2	3,3
Другие страны с развитой экономикой <sup>2</sup>	4,3	3,7	2,8	6,2	4,7	5,8	6,7	-0,3	-5,9	7,2	5,5	5,5
<i>Для справки</i>												
Основные страны с развитой экономикой	3,3	1,1	1,8	4,4	4,2	3,4	1,0	-3,0	-13,0	2,8	4,7	6,8
Новые индустриальные страны Азии	4,1	3,3	1,9	6,2	2,2	3,9	4,6	-3,0	-3,9	11,4	5,8	5,2

**Таблица А3. Страны с развитой экономикой: компоненты реального ВВП (окончание)**

	Средние										Прогнозы	
	1993–2002	2003–12	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012
<b>Конечный внутренний спрос</b>												
<b>Страны с развитой экономикой</b>	<b>2,8</b>	<b>1,6</b>	<b>2,0</b>	<b>2,9</b>	<b>2,8</b>	<b>2,7</b>	<b>2,3</b>	<b>0,0</b>	<b>-2,7</b>	<b>1,8</b>	<b>2,1</b>	<b>2,3</b>
Соединенные Штаты	3,8	1,7	2,8	3,6	3,3	2,5	1,5	-0,6	-3,1	1,8	2,5	2,6
Зона евро <sup>1</sup>	...	1,1	1,3	1,8	2,1	2,8	2,4	0,6	-2,6	0,5	1,0	1,3
Германия	1,2	0,9	0,1	-0,1	0,4	2,6	1,1	1,4	-1,8	1,9	1,9	1,6
Франция	1,9	1,7	2,1	2,5	2,6	2,7	3,0	0,7	-0,5	1,0	1,2	1,5
Италия	1,3	0,5	0,7	1,4	1,2	1,4	1,2	-1,2	-3,4	0,9	1,4	1,3
Испания	3,2	1,6	4,0	4,8	5,2	4,9	4,2	-0,7	-6,0	-1,2	-0,1	1,4
Япония	0,8	0,6	0,5	1,6	1,9	1,1	1,0	-1,1	-3,4	1,5	1,4	2,0
Соединенное Королевство	3,3	1,2	2,8	3,4	2,2	2,5	2,9	-0,3	-4,3	1,0	0,8	1,6
Канада	2,8	3,1	3,7	3,9	4,4	4,6	4,0	2,8	-1,8	4,4	3,1	2,4
Другие страны с развитой экономикой <sup>2</sup>	3,9	3,1	2,1	3,9	3,4	4,0	4,9	1,2	-0,7	4,2	3,9	3,8
<i>Для справки</i>												
Основные страны с развитой экономикой	2,7	1,4	2,0	2,7	2,6	2,3	1,7	-0,3	-2,9	1,7	2,0	2,2
Новые индустриальные страны Азии	4,8	3,2	1,2	3,7	3,2	3,9	4,7	0,4	0,0	5,7	4,6	4,3
<b>Накопление запасов<sup>3</sup></b>												
<b>Страны с развитой экономикой</b>	<b>0,0</b>	<b>0,0</b>	<b>0,1</b>	<b>0,3</b>	<b>-0,1</b>	<b>0,1</b>	<b>0,0</b>	<b>-0,2</b>	<b>-1,0</b>	<b>1,0</b>	<b>0,0</b>	<b>0,1</b>
Соединенные Штаты	0,0	0,0	0,1	0,4	-0,1	0,1	-0,2	-0,5	-0,7	1,4	-0,1	0,1
Зона евро <sup>1</sup>	...	0,0	0,1	0,2	-0,2	0,1	0,2	-0,2	-0,8	0,4	-0,2	0,0
Германия	-0,2	0,0	0,5	0,0	-0,4	-0,2	-0,1	-0,2	0,1	0,5	-0,8	0,0
Франция	0,1	-0,1	-0,3	0,6	0,2	0,0	0,4	-0,3	-1,9	0,1	0,3	0,2
Италия	0,0	0,1	0,1	-0,1	-0,3	0,5	0,1	-0,2	-0,6	0,9	0,0	0,0
Испания	-0,1	0,0	-0,1	0,0	-0,1	0,3	-0,1	0,1	0,0	0,1	0,0	0,0
Япония	0,0	0,0	0,2	0,3	-0,1	0,2	0,3	-0,2	-1,5	0,6	0,3	0,0
Соединенное Королевство	0,1	0,0	0,2	0,1	0,0	0,0	0,1	-0,5	-1,2	1,4	0,3	0,0
Канада	0,1	0,0	0,7	0,1	0,5	-0,2	-0,1	-0,2	-0,9	0,8	-0,3	0,1
Другие страны с развитой экономикой <sup>2</sup>	0,0	0,0	-0,1	0,6	-0,1	0,0	-0,2	0,3	-2,0	1,3	0,3	0,1
<i>Для справки</i>												
Основные страны с развитой экономикой	0,0	0,0	0,1	0,3	-0,1	0,1	0,0	-0,4	-0,8	1,0	0,0	0,1
Новые индустриальные страны Азии	-0,1	0,0	-0,2	0,8	-0,2	0,2	-0,3	1,0	-3,0	1,9	0,2	0,0
<b>Сальдо внешних операций<sup>3</sup></b>												
<b>Страны с развитой экономикой</b>	<b>-0,1</b>	<b>0,2</b>	<b>-0,3</b>	<b>-0,1</b>	<b>-0,1</b>	<b>0,2</b>	<b>0,4</b>	<b>0,5</b>	<b>0,4</b>	<b>0,2</b>	<b>0,4</b>	<b>0,3</b>
Соединенные Штаты	-0,5	0,1	-0,5	-0,7	-0,3	-0,1	0,6	1,2	1,3	-0,4	0,3	0,0
Зона евро <sup>1</sup>	...	0,1	-0,6	0,3	-0,2	0,2	0,3	0,1	-0,7	0,8	0,8	0,4
Германия	0,5	0,4	-0,8	1,3	0,7	1,1	1,6	-0,1	-3,2	1,2	1,3	0,6
Франция	0,1	-0,4	-0,7	-0,8	-0,8	-0,3	-1,0	-0,3	-0,2	0,4	0,1	0,0
Италия	0,3	-0,2	-0,8	0,2	-0,3	0,0	0,2	0,1	-1,3	-0,5	-0,2	0,4
Испания	-0,1	0,0	-0,8	-1,7	-1,7	-1,4	-0,8	1,5	2,7	1,0	0,9	0,2
Япония	0,1	0,4	0,7	0,8	0,3	0,8	1,1	0,2	-1,5	1,8	-0,3	0,2
Соединенное Королевство	-0,3	0,1	-0,1	-0,7	0,0	0,2	-0,5	0,7	0,9	-1,0	0,6	0,7
Канада	0,6	-1,2	-2,3	-0,8	-1,6	-1,4	-1,5	-1,9	0,2	-2,2	-0,2	0,0
Другие страны с развитой экономикой <sup>2</sup>	0,3	0,7	0,6	0,4	1,0	0,9	0,8	0,2	1,7	0,5	0,3	0,2
<i>Для справки</i>												
Основные страны с развитой экономикой	-0,2	0,1	-0,4	-0,2	-0,2	0,1	0,4	0,5	0,1	0,0	0,2	0,2
Новые индустриальные страны Азии	0,4	1,5	2,0	1,3	2,1	1,9	2,2	0,5	2,0	1,5	0,8	0,7

<sup>1</sup>Эстония не включена.

<sup>2</sup>В этой таблице «другие страны с развитой экономикой» означает страны с развитой экономикой, за исключением стран Группы семи и зоны евро, но включая Эстонию.

<sup>3</sup>Изменения, выраженные в процентах ВВП в предшествующий период.

**Таблица А4. Страны с формирующимся рынком и развивающиеся страны: реальный ВВП<sup>1</sup>***(Годовое изменение в процентах)*

	Среднее									Прогнозы		
	1993–2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2016
<b>Центральная и Восточная Европа<sup>2</sup></b>	<b>3,3</b>	<b>4,8</b>	<b>7,3</b>	<b>5,9</b>	<b>6,4</b>	<b>5,5</b>	<b>3,2</b>	<b>-3,6</b>	<b>4,2</b>	<b>3,7</b>	<b>4,0</b>	<b>3,9</b>
Албания	6,7	5,8	5,7	5,8	5,4	5,9	7,7	3,3	3,5	3,4	3,6	4,5
Босния и Герцеговина	...	3,5	6,3	4,0	6,1	6,1	5,7	-3,1	0,8	2,2	4,0	5,0
Болгария	-1,2	5,5	6,7	6,4	6,5	6,4	6,2	-5,5	0,2	3,0	3,5	4,0
Хорватия	2,9	5,0	4,2	4,2	4,7	5,5	2,4	-5,8	-1,4	1,3	1,8	3,0
Венгрия	3,1	4,0	4,5	3,5	3,3	0,8	0,8	-6,7	1,2	2,8	2,8	3,2
Косово	...	5,4	2,6	3,8	3,4	6,3	6,9	2,9	4,0	5,5	5,2	4,5
Латвия	2,9	7,2	8,7	10,6	12,2	10,0	-4,2	-18,0	-0,3	3,3	4,0	4,0
Литва	...	10,2	7,4	7,8	7,8	9,8	2,9	-14,7	1,3	4,6	3,8	3,6
БЮР Македония	0,0	2,8	4,6	4,4	5,0	6,1	5,0	-0,9	0,7	3,0	3,7	4,0
Черногория	...	2,5	4,4	4,2	8,6	10,7	6,9	-5,7	1,1	2,0	3,5	3,8
Польша	4,6	3,9	5,3	3,6	6,2	6,8	5,1	1,7	3,8	3,8	3,6	3,9
Румыния	1,7	5,2	8,5	4,2	7,9	6,3	7,3	-7,1	-1,3	1,5	4,4	4,0
Сербия	...	2,4	8,3	5,6	5,2	6,9	5,5	-3,1	1,8	3,0	5,0	5,0
Турция	3,0	5,3	9,4	8,4	6,9	4,7	0,7	-4,7	8,2	4,6	4,5	4,0
<b>Содружество Независимых Государств<sup>2,3</sup></b>	<b>-1,2</b>	<b>7,7</b>	<b>8,1</b>	<b>6,7</b>	<b>8,9</b>	<b>9,0</b>	<b>5,3</b>	<b>-6,4</b>	<b>4,6</b>	<b>5,0</b>	<b>4,7</b>	<b>4,3</b>
Россия	-0,9	7,3	7,2	6,4	8,2	8,5	5,2	-7,8	4,0	4,8	4,5	4,0
Кроме России	-2,0	9,1	10,8	7,6	10,6	10,0	5,5	-3,1	6,0	5,5	5,1	5,1
Армения	4,4	14,0	10,5	13,9	13,2	13,7	6,9	-14,2	2,6	4,6	4,3	4,0
Азербайджан	-1,4	10,5	10,2	26,4	34,5	25,0	10,8	9,3	5,0	2,8	2,5	2,8
Беларусь	0,8	7,0	11,4	9,4	10,0	8,6	10,2	0,2	7,6	6,8	4,8	4,5
Грузия	...	11,1	5,9	9,6	9,4	12,3	2,4	-3,8	6,4	5,5	4,8	4,7
Казахстан	0,3	9,3	9,6	9,7	10,7	8,9	3,2	1,2	7,0	5,9	5,6	6,4
Кыргызская Республика	-0,9	7,0	7,0	-0,2	3,1	8,5	7,6	2,9	-1,4	5,0	6,0	5,0
Молдова	-3,8	6,6	7,4	7,5	4,8	3,0	7,8	-6,0	6,9	4,5	4,8	4,5
Монголия	2,7	7,0	10,6	7,3	18,8	10,2	8,9	-1,3	6,1	9,8	7,1	15,6
Таджикистан	-1,7	10,2	10,6	6,7	7,0	7,8	7,9	3,9	6,5	5,8	5,0	5,0
Туркменистан	1,6	17,1	14,7	13,0	11,0	11,1	14,7	6,1	9,2	9,0	6,4	6,9
Украина	-5,0	9,6	12,1	2,7	7,4	7,9	1,9	-14,8	4,2	4,5	4,9	4,0
Узбекистан	1,9	4,2	7,4	7,0	7,5	9,5	9,0	8,1	8,5	7,0	7,0	6,0

**Таблица А4. Страны с формирующимся рынком и развивающиеся страны: реальный ВВП (продолжение)**

	Среднее									Прогнозы		
	1993–2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2016
<b>Развивающиеся страны Азии</b>	<b>7,1</b>	<b>8,1</b>	<b>8,6</b>	<b>9,5</b>	<b>10,4</b>	<b>11,4</b>	<b>7,7</b>	<b>7,2</b>	<b>9,5</b>	<b>8,4</b>	<b>8,4</b>	<b>8,6</b>
Исламская Респ. Афганистан	...	8,4	1,1	11,2	5,6	13,7	3,6	20,9	8,2	8,0	7,5	9,6
Бангладеш	5,0	5,8	6,1	6,3	6,5	6,3	6,0	5,8	6,0	6,3	6,6	7,0
Бутан	6,2	4,0	8,0	7,0	6,4	20,1	3,0	8,7	6,7	6,5	6,0	17,4
Бруней-Даруссалам	2,1	2,9	0,5	0,4	4,4	0,2	-1,9	-1,8	4,1	3,1	2,6	3,4
Камбоджа	7,0	8,5	10,3	13,3	10,8	10,2	6,7	-2,0	6,0	6,5	6,5	6,7
Китай	9,8	10,0	10,1	11,3	12,7	14,2	9,6	9,2	10,3	9,6	9,5	9,5
Фиджи	2,8	1,0	5,5	0,6	1,9	-0,5	-0,1	-3,0	0,1	1,3	1,2	2,6
Индия	5,8	6,9	8,1	9,2	9,7	9,9	6,2	6,8	10,4	8,2	7,8	8,1
Индонезия	3,4	4,8	5,0	5,7	5,5	6,3	6,0	4,6	6,1	6,2	6,5	7,0
Кирибати	4,4	2,3	2,2	3,9	1,9	0,4	-1,1	-0,7	1,8	3,0	3,5	2,0
Лаосская НДР	6,1	6,2	7,0	6,8	8,6	7,8	7,8	7,6	7,7	7,5	7,3	7,3
Малайзия	5,8	5,8	6,8	5,3	5,8	6,5	4,7	-1,7	7,2	5,5	5,2	5,0
Мальдивские Острова	7,1	14,0	12,4	-7,1	21,4	12,6	12,8	-4,8	8,0	6,0	5,0	3,5
Мьянма	8,6	13,8	13,6	13,6	13,1	12,0	3,6	5,1	5,3	5,5	5,5	5,7
Непал	4,5	3,9	4,7	3,5	3,4	3,4	6,1	4,9	4,6	4,5	3,8	5,0
Пакистан	3,1	4,9	7,4	7,7	6,1	5,6	1,6	3,4	4,8	2,8	4,0	6,0
Папуа-Новая Гвинея	2,5	4,4	0,6	3,9	2,3	7,2	6,6	5,5	7,0	8,0	5,0	5,0
Филиппины	3,7	4,9	6,4	5,0	5,3	7,1	3,7	1,1	7,3	5,0	5,0	5,0
Самоа	4,2	3,8	4,2	7,0	2,2	2,1	5,1	-5,1	0,0	2,8	2,1	3,0
Соломоновы Острова	-0,4	6,5	4,9	5,4	6,9	10,7	7,3	-1,3	5,6	5,8	5,9	5,8
Шри-Ланка	4,5	5,9	5,4	6,2	7,7	6,8	6,0	3,8	9,1	6,9	6,5	6,5
Таиланд	3,6	7,1	6,3	4,6	5,1	5,0	2,5	-2,3	7,8	4,0	4,5	5,0
Тимор-Лешти	...	0,1	4,2	6,2	-5,8	9,1	11,0	12,9	6,0	7,3	8,6	7,9
Тонга	1,9	1,8	0,0	-0,4	-0,4	0,9	1,3	-0,3	0,3	1,4	1,7	1,8
Тувалу	...	-3,3	-1,5	-3,9	3,3	4,8	7,0	-1,7	0,2	0,0	0,6	1,8
Вануату	1,7	3,7	4,5	5,2	7,4	6,5	6,2	3,5	2,2	3,8	4,2	4,0
Вьетнам	7,5	7,3	7,8	8,4	8,2	8,5	6,3	5,3	6,8	6,3	6,8	7,5

Таблица А4. Страны с формирующимся рынком и развивающиеся страны: реальный ВВП (продолжение)

	Среднее									Прогнозы		
	1993–2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2016
<b>Латинская Америка и Карибский бассейн</b>	<b>2,7</b>	<b>2,1</b>	<b>6,0</b>	<b>4,7</b>	<b>5,6</b>	<b>5,7</b>	<b>4,3</b>	<b>-1,7</b>	<b>6,1</b>	<b>4,7</b>	<b>4,2</b>	<b>3,9</b>
Антигуа и Барбуда	3,4	4,3	5,4	5,0	12,9	6,5	1,8	-8,9	-4,1	3,1	2,5	4,6
Аргентина <sup>4</sup>	0,6	9,0	8,9	9,2	8,5	8,6	6,8	0,8	9,2	6,0	4,6	4,0
Багамские Острова	3,6	0,7	1,6	5,0	3,5	1,9	-1,7	-4,3	0,5	1,3	2,3	2,3
Барбадос	1,8	2,0	4,8	3,9	3,6	3,8	-0,2	-4,7	-0,5	2,0	2,5	3,5
Белиз	4,7	9,3	4,6	3,0	4,7	1,2	3,8	0,0	2,0	2,3	2,5	2,5
Боливия	3,5	2,7	4,2	4,4	4,8	4,6	6,1	3,4	4,2	4,5	4,5	4,5
Бразилия	2,9	1,1	5,7	3,2	4,0	6,1	5,2	-0,6	7,5	4,5	4,1	4,2
Чили	5,0	4,0	6,0	5,5	4,6	4,6	3,7	-1,7	5,3	5,9	4,9	4,3
Колумбия	2,5	3,9	5,3	4,7	6,7	6,9	3,5	1,5	4,3	4,6	4,5	4,5
Коста-Рика	4,5	6,4	4,3	5,9	8,8	7,9	2,7	-1,3	4,2	4,3	4,4	4,5
Доминика	0,7	0,1	3,0	3,3	4,8	2,5	3,2	-0,3	1,0	1,6	2,5	3,0
Доминиканская Республика	5,7	-0,3	1,3	9,3	10,7	8,5	5,3	3,5	7,8	5,5	5,5	6,0
Эквадор	2,2	3,3	8,8	5,7	4,8	2,0	7,2	0,4	3,2	3,2	2,8	2,3
Сальвадор	3,9	2,3	1,9	3,3	4,2	4,3	2,4	-3,5	0,7	2,5	3,0	4,0
Гренада	3,9	7,1	-5,7	11,0	-2,3	4,9	2,2	-7,6	-1,4	1,0	2,8	4,0
Гватемала	3,5	2,5	3,2	3,3	5,4	6,3	3,3	0,5	2,6	3,0	3,2	3,5
Гайана	3,9	-0,7	1,6	-1,9	5,1	7,0	2,0	3,3	3,6	4,7	5,9	3,1
Гаити	0,3	0,4	-3,5	1,8	2,2	3,3	0,8	2,9	-5,1	8,6	8,8	5,7
Гондурас	3,0	4,5	6,2	6,1	6,6	6,2	4,1	-2,1	2,8	3,5	4,0	4,0
Ямайка	0,6	3,5	1,4	1,1	3,0	1,4	-0,9	-3,0	-1,1	1,6	2,4	3,8
Мексика	2,7	1,4	4,0	3,2	5,2	3,2	1,5	-6,1	5,5	4,6	4,0	3,2
Никарагуа	3,9	2,5	5,3	4,3	4,2	3,1	2,8	-1,5	4,5	3,5	3,7	4,0
Панама	4,0	4,2	7,5	7,2	8,5	12,1	10,1	3,2	7,5	7,4	7,2	5,0
Парагвай	1,4	3,8	4,1	2,9	4,3	6,8	5,8	-3,8	15,3	5,6	4,5	4,0
Перу	4,3	4,0	5,0	6,8	7,7	8,9	9,8	0,9	8,8	7,5	5,8	5,7
Сент-Китс и Невис	4,0	-1,2	7,3	5,2	2,6	4,2	4,6	-9,6	-1,5	1,5	1,5	2,0
Сент-Люсия	1,1	3,5	3,6	5,0	4,4	1,5	0,7	-3,6	0,8	4,2	3,9	3,1
Сент-Винсент и Гренадины	2,5	2,8	6,8	2,6	7,6	8,0	-0,6	-1,1	-2,3	2,5	2,5	4,0
Суринам	1,1	6,3	8,5	4,5	3,8	5,1	4,7	3,1	4,4	5,0	5,0	5,4
Тринидад и Тобаго	5,6	14,4	7,9	6,2	13,2	4,8	2,4	-3,5	0,0	2,2	2,4	2,6
Уругвай	0,7	2,3	4,6	6,8	4,3	7,3	8,6	2,6	8,5	5,0	4,2	4,0
Венесуэла	0,0	-7,8	18,3	10,3	9,9	8,2	4,8	-3,3	-1,9	1,8	1,6	1,8
<b>Ближний Восток и Северная Африка</b>	<b>3,3</b>	<b>7,3</b>	<b>6,0</b>	<b>5,4</b>	<b>5,8</b>	<b>6,2</b>	<b>5,1</b>	<b>1,8</b>	<b>3,8</b>	<b>4,1</b>	<b>4,2</b>	<b>5,1</b>
Алжир	2,3	6,9	5,2	5,1	2,0	3,0	2,4	2,4	3,3	3,6	3,2	3,5
Бахрейн	4,8	7,2	5,6	7,9	6,7	8,4	6,3	3,1	4,1	3,1	5,1	5,4
Джибути	-0,8	3,2	3,0	3,2	4,8	5,1	5,8	5,0	4,5	4,8	5,7	5,8
Египет	4,8	3,2	4,1	4,5	6,8	7,1	7,2	4,7	5,1	1,0	4,0	6,5
Исламская Респ. Иран	3,2	7,2	5,1	4,7	5,8	7,8	1,0	0,1	1,0	0,0	3,0	4,3
Ирак	...	...	...	-0,7	6,2	1,5	9,5	4,2	0,8	9,6	12,6	9,8
Иордания	4,3	4,2	8,6	8,1	7,9	8,5	7,6	2,3	3,1	3,3	3,9	5,5
Кувейт	4,8	17,4	11,2	10,4	5,3	4,5	5,0	-5,2	2,0	5,3	5,1	5,4
Ливан	4,0	3,2	7,5	1,0	0,6	7,5	9,3	8,5	7,5	2,5	5,0	4,0
Ливия <sup>5</sup>	-1,6	13,0	4,4	10,3	6,7	7,5	2,3	-2,3	4,2	...	...	...
Мавритания	2,9	5,6	5,2	5,4	11,4	1,0	3,5	-1,2	4,7	5,2	5,8	5,5
Марокко	3,2	6,3	4,8	3,0	7,8	2,7	5,6	4,9	3,2	3,9	4,6	5,0
Оман	3,8	0,3	3,4	4,0	5,5	6,7	12,9	1,1	4,2	4,4	4,1	4,4
Катар	7,4	6,3	17,7	7,6	18,6	26,8	25,4	8,6	16,3	20,0	7,1	4,3
Саудовская Аравия	1,4	7,7	5,3	5,6	3,2	2,0	4,2	0,6	3,7	7,5	3,0	4,9
Судан	5,5	7,1	5,1	6,3	11,3	10,2	6,8	6,0	5,1	4,7	5,6	5,9
Сирийская Арабская Республика	3,4	-2,0	6,9	6,2	5,0	5,7	4,5	6,0	3,2	3,0	5,1	5,5
Тунис	4,2	5,5	6,0	4,0	5,7	6,3	4,5	3,1	3,7	1,3	5,6	6,5
Объединенные Арабские Эмираты	4,5	16,4	10,1	8,6	8,8	6,5	5,3	-3,2	3,2	3,3	3,8	4,2
Йеменская Республика	5,0	3,7	4,0	5,6	3,2	3,3	3,6	3,9	8,0	3,4	4,0	4,7

**Таблица А4. Страны с формирующимся рынком и развивающиеся страны: реальный ВВП (окончание)**

	Среднее									Прогнозы		
	1993–2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2016
<b>Африка к югу от Сахары</b>	<b>3,7</b>	<b>4,9</b>	<b>7,1</b>	<b>6,2</b>	<b>6,4</b>	<b>7,2</b>	<b>5,6</b>	<b>2,8</b>	<b>5,0</b>	<b>5,5</b>	<b>5,9</b>	<b>5,4</b>
Ангола	3,5	3,3	11,2	20,6	19,5	23,9	13,8	2,4	1,6	7,8	10,5	5,8
Бенин	4,9	4,0	3,0	2,9	3,8	4,6	5,0	2,7	2,5	3,4	4,3	5,0
Ботсвана	6,3	6,3	6,0	1,6	5,1	4,8	3,1	-3,7	8,6	6,0	6,6	3,4
Буркина-Фасо	5,5	7,8	4,5	8,7	5,5	3,6	5,2	3,2	5,8	5,5	5,6	6,5
Бурунди	-1,7	-1,2	4,8	0,9	5,1	3,6	4,5	3,5	3,9	4,5	4,8	5,0
Камерун <sup>6</sup>	2,9	4,0	3,7	2,3	3,2	3,4	2,6	2,0	3,0	3,5	4,5	4,5
Кабо-Верде	7,5	4,7	4,3	6,5	10,1	8,6	6,2	3,6	5,4	5,5	6,8	5,5
Центральноафриканская Республика	1,5	-7,1	1,0	2,4	3,8	3,7	2,0	1,7	3,3	4,1	5,0	5,7
Чад	3,5	14,7	33,6	7,9	0,2	0,2	-0,4	0,3	5,1	4,1	6,0	2,7
Коморские Острова	1,6	2,5	-0,2	4,2	1,2	0,5	1,0	1,8	2,1	2,4	3,5	4,0
Демократическая Республика Конго	-3,6	5,8	6,6	7,8	5,6	6,3	6,2	2,8	7,2	6,5	6,0	6,1
Республика Конго	1,8	0,8	3,5	7,8	6,2	-1,6	5,6	7,5	9,1	7,8	4,7	5,5
Кот-д'Ивуар	3,2	-1,7	1,6	1,9	0,7	1,6	2,3	3,8	2,6	-7,5	6,0	6,0
Экваториальная Гвинея	36,7	14,0	38,0	9,7	1,3	21,4	10,7	5,7	-0,8	7,2	4,0	-3,4
Эритрея	5,1	-2,7	1,5	2,6	-1,0	1,4	-9,8	3,9	2,2	7,9	6,1	1,9
Эфиопия	5,6	-2,1	11,7	12,6	11,5	11,8	11,2	10,0	8,0	8,5	8,0	8,0
Габон	1,6	2,5	1,4	3,0	1,2	5,6	2,3	-1,4	5,7	5,6	3,3	3,4
Гамбия	3,8	6,9	7,0	0,3	3,4	6,0	6,3	6,7	5,7	5,5	5,5	5,5
Гана	4,6	5,2	5,4	6,2	4,6	6,5	8,4	4,7	5,7	13,7	7,3	4,4
Гвинея	4,4	1,2	2,3	3,0	2,5	1,8	4,9	-0,3	1,9	4,0	4,5	5,1
Гвинея-Бисау	0,4	0,4	2,8	4,3	2,1	3,2	3,2	3,0	3,5	4,3	4,5	4,7
Кения	2,2	2,8	4,6	6,0	6,3	7,0	1,6	2,6	5,0	5,7	6,5	6,6
Лесото	3,5	4,7	2,3	2,4	4,7	4,5	4,7	3,0	2,4	3,1	4,1	5,0
Либерия	...	-31,3	2,6	5,3	7,8	9,4	7,1	4,6	5,1	5,9	9,8	5,0
Мадагаскар	1,5	9,8	5,3	4,6	5,0	6,2	7,1	-3,7	-2,0	0,6	4,7	5,1
Малави	3,0	5,5	5,5	2,6	7,7	5,8	8,6	7,6	6,6	6,1	5,7	5,0
Мали	4,5	7,6	2,3	6,1	5,3	4,3	5,0	4,5	4,5	6,0	5,4	5,0
Маврикий	4,8	4,3	5,5	1,5	4,5	5,9	5,5	3,0	4,0	4,1	4,2	4,5
Мозамбик	8,5	6,5	7,9	8,4	8,7	7,3	6,8	6,3	7,0	7,5	7,8	7,3
Намибия	3,0	4,3	12,3	2,5	7,1	5,4	4,3	-0,8	4,4	4,8	4,5	4,4
Нигер	2,8	7,1	-0,8	8,4	5,8	3,3	9,3	-0,9	7,5	5,5	15,4	9,7
Нигерия	4,7	10,3	10,6	5,4	6,2	7,0	6,0	7,0	8,4	6,9	6,6	6,0
Руанда	2,2	2,2	7,4	9,4	9,2	5,5	11,2	4,1	6,5	6,5	7,0	6,5
Сан-Томе и Принсипи	2,7	5,4	6,6	5,7	6,7	6,0	5,8	4,0	4,5	5,0	6,0	5,6
Сенегал	3,2	6,7	5,9	5,6	2,4	5,0	3,2	2,2	4,2	4,5	4,8	5,4
Сейшельские Острова	3,4	-5,9	-2,9	6,7	6,4	9,6	-1,3	0,7	6,2	4,0	4,7	4,6
Сьерра-Леоне	-1,9	9,5	7,4	7,2	7,3	6,4	5,5	3,2	5,0	5,1	6,0	5,5
Южная Африка	2,8	2,9	4,6	5,3	5,6	5,6	3,6	-1,7	2,8	3,5	3,8	4,5
Свазиленд	2,7	3,9	2,5	2,2	2,9	2,8	3,1	1,2	2,0	0,5	1,5	2,5
Танзания	4,0	6,9	7,8	7,4	7,0	6,9	7,3	6,7	6,5	6,4	6,6	6,9
Того	1,0	5,0	2,1	1,2	4,1	2,3	2,4	3,2	3,4	3,6	4,0	4,2
Уганда	7,2	6,5	6,8	6,3	10,8	8,4	8,7	7,2	5,2	6,0	6,5	7,0
Замбия	0,5	5,1	5,4	5,3	6,2	6,2	5,7	6,4	7,6	6,8	7,4	7,3
Зимбабве <sup>7</sup>	...	-17,2	-6,9	-2,2	-3,5	-3,7	-17,7	6,0	9,0	7,3	5,7	4,7

<sup>1</sup>По многим странам показатели за последние годы представляют собой оценки персонала МВФ. По некоторым странам данные приводятся за бюджетные годы.

<sup>2</sup>По 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.

<sup>3</sup>Грузия и Монголия, которые не являются членами Содружества Независимых Государств, включены в эту группу в силу их географического положения и схожих характеристик структуры экономики.

<sup>4</sup>Частные аналитики полагают, что рост реального ВВП был ниже официальных отчетных данных в 2008 и 2009 году, хотя расхождения в частных и официальных оценках роста ВВП в реальном выражении в 2010 году уменьшились.

<sup>5</sup>Прогнозы для Ливии не включены ввиду неопределенности политической ситуации.

<sup>6</sup>Процентные изменения в 2002 году рассчитаны за период в 18 месяцев, что связано с изменением цикла бюджетного года (с «июль-июнь» на «январь-декабрь»).

<sup>7</sup>Зимбабвийский 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		
	1993–2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2016
<b>Дефляторы ВВП</b>												
Страны с развитой экономикой	1,8	1,8	2,1	2,1	2,2	2,3	2,0	0,8	0,9	1,4	1,4	1,7
Соединенные Штаты	1,9	2,2	2,8	3,3	3,3	2,9	2,2	0,9	1,0	1,1	1,4	1,8
Зона евро <sup>1</sup>	1,9	2,2	1,9	2,0	1,9	2,4	2,0	1,0	0,8	1,2	1,5	1,7
Япония	-0,6	-1,6	-1,1	-1,2	-0,9	-0,7	-1,0	-0,4	-2,1	-1,4	-0,1	0,6
Другие страны с развитой экономикой <sup>2</sup>	2,4	2,1	2,4	1,9	2,2	2,7	2,9	0,8	2,3	3,4	2,0	2,0
<b>Потребительские цены</b>												
Страны с развитой экономикой	2,2	1,8	2,0	2,3	2,4	2,2	3,4	0,1	1,6	2,2	1,7	1,9
Соединенные Штаты	2,5	2,3	2,7	3,4	3,2	2,9	3,8	-0,3	1,6	2,2	1,6	2,0
Зона евро <sup>1,3</sup>	2,1	2,1	2,2	2,2	2,2	2,1	3,3	0,3	1,6	2,3	1,7	1,9
Япония	0,2	-0,3	0,0	-0,3	0,3	0,0	1,4	-1,4	-0,7	0,2	0,2	1,0
Другие страны с развитой экономикой <sup>2</sup>	2,4	1,8	1,8	2,1	2,1	2,1	3,8	1,5	2,5	3,3	2,4	2,2
Страны с формирующимся рынком и развивающиеся страны	28,6	6,7	5,9	5,9	5,6	6,5	9,2	5,2	6,2	6,9	5,3	3,8
<b>Региональные группы</b>												
Центральная и Восточная Европа	44,9	10,9	6,6	5,9	5,9	6,0	8,0	4,7	5,3	5,1	4,2	3,5
Содружество Независимых Государств <sup>4</sup>	108,2	12,3	10,4	12,1	9,5	9,7	15,6	11,2	7,2	9,6	8,1	6,0
Развивающиеся страны Азии	6,8	2,7	4,1	3,8	4,1	5,4	7,4	3,1	6,0	6,0	4,2	2,8
Латинская Америка и Карибский бассейн	39,3	10,4	6,6	6,3	5,3	5,4	7,9	6,0	6,0	6,7	6,0	5,1
Ближний Восток и Северная Африка	8,9	5,5	6,5	6,4	7,5	10,0	13,4	6,5	6,9	10,0	7,3	4,8
Африка к югу от Сахары	22,9	10,8	7,6	8,9	6,9	6,9	11,7	10,5	7,5	7,8	7,3	5,7
<i>Для справки</i>												
Европейский союз	4,9	2,2	2,3	2,3	2,3	2,4	3,7	0,9	2,0	2,7	1,9	2,0
<b>Аналитические группы</b>												
<b>По источникам экспортных доходов</b>												
Топливо	48,4	11,3	9,7	10,0	9,0	10,1	14,9	9,3	8,2	10,9	8,6	6,2
Товары, кроме топлива, в том числе первичные продукты	23,6	5,6	5,0	4,9	4,7	5,6	7,9	4,3	5,8	6,0	4,6	3,3
По источникам внешнего инансирования	27,0	5,0	3,8	5,2	5,2	5,1	9,1	5,2	4,0	5,3	5,2	3,9
Страны – чистые дебиторы, в том числе официальное финансирование	30,6	7,4	5,5	5,9	5,8	6,0	9,0	7,2	7,4	6,7	5,9	4,3
Страны – чистые дебиторы по состоянию обслуживания долга	21,1	8,5	6,3	7,6	7,5	7,8	12,9	9,3	6,5	7,7	6,7	5,2
Страны, имевшие просроченную задолженность, и/или страны, которым предоставлялось переоформление долга, в период с 2005 по 2009 год	24,1	12,0	7,9	8,1	8,7	8,2	11,4	6,5	8,0	8,6	8,1	6,8
<i>Для справки</i>												
<b>Медианный уровень инфляции</b>												
Страны с развитой экономикой	2,4	2,1	2,1	2,2	2,3	2,1	3,9	0,7	2,0	2,5	2,1	2,0
Страны с формирующимся рынком и развивающиеся страны	8,2	4,3	4,4	6,0	6,0	6,3	10,3	3,7	4,5	6,0	5,4	4,0

<sup>1</sup>Эстония не включена.<sup>2</sup>В этой таблице «другие страны с развитой экономикой» означает страны с развитой экономикой, за исключением США, стран зоны евро и Японии, но включая Эстонию.<sup>3</sup>На основе гармонизированного индекса потребительских цен Евростата.<sup>4</sup>Грузия и Монголия, которые не являются членами Содружества Независимых Государств, включены в эту группу в силу их географического положения и схожих характеристик структуры экономики.

**Таблица А6. Страны с развитой экономикой: потребительские цены**

(Годовое изменение в процентах)

	Среднее										Прогнозы			На конец периода <sup>1</sup>		
	1993–2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	Прогнозы			Прогнозы			
										2011	2012	2016	2010	2011	2012	
<b>Потребительские цены</b>																
<b>Страны с развитой экономикой</b>																
Соединенные Штаты	2,5	2,3	2,7	3,4	3,2	2,9	3,8	-0,3	1,6	2,2	1,6	2,0	1,4	2,1	1,4	
Зона евро <sup>2,3</sup>	2,1	2,1	2,2	2,2	2,2	2,1	3,3	0,3	1,6	2,3	1,7	1,9	2,2	2,1	1,7	
Германия	1,7	1,0	1,8	1,9	1,8	2,3	2,8	0,2	1,2	2,2	1,5	2,0	1,9	2,2	1,5	
Франция	1,6	2,2	2,3	1,9	1,9	1,6	3,2	0,1	1,7	2,1	1,7	1,9	1,7	2,1	1,7	
Италия	3,1	2,8	2,3	2,2	2,2	2,0	3,5	0,8	1,6	2,0	2,1	2,0	1,9	2,0	2,1	
Испания	3,3	3,1	3,1	3,4	3,6	2,8	4,1	-0,2	2,0	2,6	1,5	1,8	2,9	2,1	1,4	
Нидерланды	2,6	2,2	1,4	1,5	1,7	1,6	2,2	1,0	0,9	2,3	2,2	1,8	1,8	2,2	2,1	
Бельгия	1,8	1,5	1,9	2,5	2,3	1,8	4,5	0,0	2,3	2,9	2,3	2,0	3,3	2,9	2,3	
Греция	6,4	3,4	3,0	3,5	3,3	3,0	4,2	1,4	4,7	2,5	0,5	1,2	5,1	1,4	0,5	
Австрия	1,8	1,3	2,0	2,1	1,7	2,2	3,2	0,4	1,7	2,5	2,0	1,9	2,2	2,2	1,8	
Португалия	3,5	3,3	2,5	2,1	3,0	2,4	2,7	-0,9	1,4	2,4	1,4	1,8	2,4	1,4	2,1	
Финляндия	1,7	1,3	0,1	0,8	1,3	1,6	3,9	1,6	1,7	3,0	2,1	2,0	2,8	2,2	2,2	
Ирландия	2,8	4,0	2,3	2,2	2,7	2,9	3,1	-1,7	-1,6	0,5	0,5	1,7	-0,2	0,7	1,0	
Словацкая Республика	...	8,4	7,5	2,8	4,3	1,9	3,9	0,9	0,7	3,4	2,7	2,8	1,3	3,4	2,9	
Словения	12,1	5,6	3,6	2,5	2,5	3,6	5,7	0,9	1,8	2,2	3,1	2,4	1,9	3,0	2,7	
Люксембург	2,0	2,0	2,2	2,5	2,7	2,3	3,4	0,4	2,3	3,5	1,7	2,1	2,8	3,6	1,7	
Эстония	...	1,3	3,0	4,1	4,4	6,6	10,4	-0,1	2,9	4,7	2,1	2,5	5,4	3,5	2,0	
Кипр	3,1	4,0	1,9	2,0	2,2	2,2	4,4	0,2	2,6	3,9	2,8	2,2	1,9	4,1	2,6	
Мальта	3,2	1,9	2,7	2,5	2,6	0,7	4,7	1,8	2,0	3,0	2,6	2,5	4,0	2,0	2,6	
Япония	0,2	-0,3	0,0	-0,3	0,3	0,0	1,4	-1,4	-0,7	0,2	0,2	1,0	0,0	0,1	0,3	
Соединенное Королевство <sup>2</sup>	1,8	1,4	1,3	2,0	2,3	2,3	3,6	2,1	3,3	4,2	2,0	2,0	3,4	3,9	1,9	
Канада	1,8	2,7	1,8	2,2	2,0	2,1	2,4	0,3	1,8	2,2	1,9	2,0	2,2	2,0	2,0	
Корея	4,2	3,5	3,6	2,8	2,2	2,5	4,7	2,8	3,0	4,5	3,0	3,0	3,5	4,1	3,0	
Австралия	2,5	2,8	2,3	2,7	3,5	2,3	4,4	1,8	2,8	3,0	3,0	2,6	2,7	3,4	2,9	
Тайвань, провинция Китая	1,7	-0,3	1,6	2,3	0,6	1,8	3,5	-0,9	1,0	2,0	2,0	2,0	7,4	2,3	2,0	
Швеция	1,7	2,3	1,0	0,8	1,5	1,7	3,3	2,0	1,9	2,0	2,0	2,0	2,1	1,7	2,0	
Швейцария	1,1	0,6	0,8	1,2	1,1	0,7	2,4	-0,5	0,7	0,9	1,0	1,0	0,7	0,9	1,0	
САР Гонконг	2,8	-2,6	-0,4	0,9	2,0	2,0	4,3	0,5	2,4	5,8	4,4	2,5	3,1	4,0	4,4	
Сингапур	1,2	0,5	1,7	0,5	1,0	2,1	6,6	0,6	2,8	3,3	3,0	2,0	4,0	2,8	3,1	
Чешская Республика	...	0,1	2,8	1,8	2,5	2,9	6,3	1,0	1,5	2,0	2,0	2,0	2,3	2,2	2,0	
Норвегия	2,2	2,5	0,5	1,5	2,3	0,7	3,8	2,2	2,4	1,8	2,2	2,5	2,8	2,0	2,4	
Израиль	7,1	0,7	-0,4	1,3	2,1	0,5	4,6	3,3	2,7	3,0	2,5	1,7	2,6	2,7	2,4	
Дания	2,1	2,1	1,2	1,8	1,9	1,7	3,4	1,3	2,3	2,0	2,0	2,0	2,9	2,1	2,0	
Новая Зеландия	1,9	1,7	2,3	3,0	3,4	2,4	4,0	2,1	2,3	4,1	2,7	2,1	4,0	0,7	4,7	
Исландия	3,3	2,1	3,2	4,0	6,8	5,0	12,4	12,0	5,4	2,6	2,6	2,5	2,4	3,0	2,5	
<i>Для справки</i>																
Основные страны с развитой экономикой	1,9	1,7	2,0	2,3	2,4	2,2	3,2	-0,1	1,4	2,0	1,5	1,8	1,5	1,9	1,4	
Новые индустриальные страны Азии	3,1	1,5	2,4	2,2	1,6	2,2	4,5	1,3	2,3	3,8	2,9	2,6	4,6	3,5	2,9	

<sup>1</sup> Изменения в декабре по сравнению с декабрем предыдущего года. Некоторые страны указывают изменения в IV кв. по сравнению с IV кв. предыдущего года.

<sup>2</sup> На основе гармонизированного индекса потребительских цен Евростата.

<sup>3</sup> Эстония не включена.

Таблица А7. Страны с формирующимся рынком и развивающиеся страны: потребительские цены<sup>1</sup>

(Годовое изменение в процентах)

	Среднее 1993–2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	Прогнозы			На конец периода <sup>2</sup>		
										2011	2012	2016	2010	Прогнозы	
														2011	2012
<b>Центральная и Восточная Европа<sup>3</sup></b>	<b>44,9</b>	<b>10,9</b>	<b>6,6</b>	<b>5,9</b>	<b>5,9</b>	<b>6,0</b>	<b>8,0</b>	<b>4,7</b>	<b>5,3</b>	<b>5,1</b>	<b>4,2</b>	<b>3,5</b>	<b>5,1</b>	<b>5,2</b>	<b>3,8</b>
Албания	17,0	2,3	2,9	2,4	2,4	2,9	3,4	2,2	3,6	4,5	3,5	3,0	3,4	4,0	2,9
Босния и Герцеговина	...	0,5	0,3	3,6	6,1	1,5	7,4	-0,4	2,1	5,0	2,5	2,7	3,1	5,0	2,5
Болгария	71,2	2,3	6,1	6,0	7,4	7,6	12,0	2,5	3,0	4,8	3,7	3,0	4,4	5,3	2,4
Хорватия	45,9	1,8	2,0	3,3	3,2	2,9	6,1	2,4	1,0	3,5	2,4	3,0	1,9	3,5	2,4
Венгрия	15,8	4,4	6,8	3,6	3,9	7,9	6,1	4,2	4,9	4,1	3,5	3,0	4,2	3,9	3,2
Косово	...	0,3	-1,1	-1,4	0,6	4,4	9,4	-2,4	3,5	8,2	2,1	1,4	6,6	5,6	2,0
Латвия	17,8	2,9	6,2	6,9	6,6	10,1	15,3	3,3	-1,2	3,0	1,7	1,9	2,4	1,9	2,3
Литва	...	-1,1	1,2	2,7	3,7	5,7	11,0	4,4	1,2	3,1	2,9	2,5	3,6	3,5	2,5
БЮР Македония	30,1	1,2	-0,4	0,5	3,2	2,3	8,4	-0,8	1,5	5,2	2,0	1,9	3,0	7,5	2,0
Черногория	...	7,5	3,1	3,4	3,0	4,2	8,5	3,4	0,5	3,1	2,0	2,0	0,7	3,0	1,8
Польша	16,2	0,8	3,5	2,1	1,0	2,5	4,2	3,5	2,6	4,1	2,9	2,5	3,1	3,8	2,7
Румыния	71,4	15,4	11,9	9,0	6,6	4,8	7,8	5,6	6,1	6,1	3,4	3,0	8,0	4,0	3,0
Сербия	...	2,9	10,6	17,3	12,7	6,5	12,4	8,1	6,2	9,9	4,1	4,0	10,3	6,0	4,0
Турция	72,0	25,3	8,6	8,2	9,6	8,8	10,4	6,3	8,6	5,7	6,0	4,7	6,4	7,0	5,4
<b>Содружество Независимых Государств<sup>3,4</sup></b>	<b>108,2</b>	<b>12,3</b>	<b>10,4</b>	<b>12,1</b>	<b>9,5</b>	<b>9,7</b>	<b>15,6</b>	<b>11,2</b>	<b>7,2</b>	<b>9,6</b>	<b>8,1</b>	<b>6,0</b>	<b>8,9</b>	<b>9,1</b>	<b>7,5</b>
Россия	95,3	13,7	10,9	12,7	9,7	9,0	14,1	11,7	6,9	9,3	8,0	6,0	8,8	8,5	7,5
Кроме России	147,1	8,7	9,1	10,7	8,9	11,6	19,5	10,1	8,0	10,2	8,4	5,9	9,2	10,5	7,6
Армения	147,8	4,7	7,0	0,6	2,9	4,4	9,0	3,5	8,2	9,3	5,5	4,0	9,4	7,0	4,0
Азербайджан	108,2	2,2	6,7	9,7	8,4	16,6	20,8	1,5	5,7	10,3	7,5	5,0	7,9	10,0	5,0
Беларусь	247,2	28,4	18,1	10,3	7,0	8,4	14,8	13,0	7,7	12,9	9,7	5,5	9,9	13,0	9,0
Грузия	...	4,8	5,7	8,3	9,2	9,2	10,0	1,7	7,1	12,6	7,9	5,4	11,2	9,4	6,5
Казахстан	111,7	6,6	7,1	7,9	8,7	10,8	17,1	7,4	7,4	9,1	6,4	6,0	8,0	8,9	6,3
Кыргызская Республика	65,2	3,1	4,1	4,3	5,6	10,2	24,5	6,8	7,8	18,8	9,3	6,0	18,9	12,6	8,0
Молдова	65,7	11,7	12,4	11,9	12,7	12,4	12,7	0,0	7,4	7,5	6,3	5,0	8,1	7,5	5,0
Монголия	40,8	5,1	7,9	12,5	4,5	8,2	26,8	6,3	10,2	16,4	16,0	5,0	14,3	20,0	12,0
Таджикистан	182,0	16,4	7,2	7,3	10,0	13,2	20,4	6,5	6,5	13,9	9,7	5,0	9,8	12,6	9,8
Туркменистан	246,3	5,6	5,9	10,7	8,2	6,3	14,5	-2,7	4,4	6,1	7,3	6,0	4,8	7,5	7,0
Украина	149,3	5,2	9,0	13,5	9,1	12,8	25,2	15,9	9,4	9,2	8,3	5,0	9,1	10,2	7,7
Узбекистан	128,0	11,6	6,6	10,0	14,2	12,3	12,7	14,1	9,4	11,6	12,3	11,0	12,1	12,4	11,0

**Таблица А7. Страны с формирующимся рынком и развивающиеся страны: потребительские цены<sup>1</sup> (продолжение)**

	Среднее										Прогнозы			На конец периода <sup>2</sup>		
	1993–2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2016	2010	Прогнозы		
														2011	2012	
<b>Развивающиеся страны Азии</b>	<b>6,8</b>	<b>2,7</b>	<b>4,1</b>	<b>3,8</b>	<b>4,1</b>	<b>5,4</b>	<b>7,4</b>	<b>3,1</b>	<b>6,0</b>	<b>6,0</b>	<b>4,2</b>	<b>2,8</b>	<b>5,9</b>	<b>5,6</b>	<b>3,5</b>	
Исламская Респ. Афганистан	...	24,1	13,2	12,3	5,1	13,0	26,8	-12,2	8,0	9,8	1,0	5,0	20,4	-0,1	5,0	
Бангладеш	4,9	5,4	6,1	7,0	6,8	9,1	8,9	5,4	8,2	7,6	7,3	5,0	6,9	8,3	6,3	
Бутан	7,0	2,1	4,6	5,3	5,0	5,2	8,4	8,6	7,1	6,5	6,0	4,5	9,1	6,3	5,5	
Бруней-Даруссалам	1,5	0,3	0,9	1,1	0,2	1,0	2,1	1,0	0,5	1,2	1,2	1,2	0,5	1,2	1,2	
Камбоджа	13,6	1,0	3,9	6,3	6,1	7,7	25,0	-0,7	4,0	5,1	5,2	3,0	3,1	6,5	4,1	
Китай	6,2	1,2	3,9	1,8	1,5	4,8	5,9	-0,7	3,3	5,0	2,5	2,0	4,7	4,2	2,0	
Фиджи	2,8	4,2	2,8	2,4	2,5	4,8	7,7	3,1	5,4	3,8	3,9	3,0	4,0	3,3	3,3	
Индия	7,2	3,8	3,8	4,2	6,2	6,4	8,3	10,9	13,2	7,5	6,9	4,0	8,6	7,7	5,9	
Индонезия	13,8	6,8	6,1	10,5	13,1	6,0	9,8	4,8	5,1	7,1	5,9	3,0	7,0	7,3	5,5	
Кирибати	3,0	1,9	-0,9	-0,3	-1,5	4,2	11,0	8,8	-1,4	2,5	2,5	2,5	-1,4	8,0	4,0	
Лаосская НДР	28,5	15,5	10,5	7,2	6,8	4,5	7,6	0,0	5,4	5,7	5,2	3,1	5,5	5,7	5,2	
Малайзия	3,0	1,1	1,4	3,0	3,6	2,0	5,4	0,6	1,7	2,8	2,5	2,3	2,4	2,8	2,5	
Мальдивские Острова	4,3	-2,8	6,3	2,5	3,5	7,4	12,3	4,0	5,0	6,5	5,8	3,0	5,0	8,0	3,5	
Мьянма	27,9	24,9	3,8	10,7	26,3	32,9	22,5	8,2	7,3	8,0	8,3	8,0	7,4	8,5	8,0	
Непал	6,9	4,7	4,0	4,5	8,0	6,4	7,7	13,0	9,3	9,9	8,0	4,2	8,3	10,0	6,9	
Пакистан	8,0	3,1	4,6	9,3	7,9	7,8	12,0	20,8	11,7	15,5	14,0	7,0	12,7	16,0	12,0	
Папуа-Новая Гвинея	10,5	14,7	2,1	1,8	2,4	0,9	10,8	6,9	6,6	8,3	8,0	6,8	7,5	9,0	7,0	
Филиппины	6,9	3,5	6,0	7,6	6,2	2,8	9,3	3,2	3,8	4,9	4,3	4,0	3,0	5,1	4,2	
Самоа	3,8	4,3	7,8	7,8	3,2	4,5	6,2	14,4	-0,2	3,0	4,0	4,0	-0,6	6,0	4,0	
Соломоновы Острова	9,5	10,5	6,9	7,0	11,1	7,7	17,4	7,1	1,0	3,3	5,0	4,5	0,8	6,1	4,3	
Шри-Ланка	9,7	9,0	9,0	11,0	10,0	15,8	22,6	3,4	5,9	7,9	6,2	5,5	6,9	6,5	5,8	
Таиланд	3,8	1,8	2,8	4,5	4,6	2,2	5,5	-0,8	3,3	4,0	3,4	2,9	3,0	5,1	2,4	
Тимор-Лешти	...	7,2	3,2	1,8	4,1	8,9	7,6	0,1	4,9	6,0	6,0	5,0	8,0	6,0	6,0	
Тонга	4,2	11,5	10,6	8,3	6,0	7,5	7,3	3,4	4,0	5,9	4,8	6,0	6,6	5,8	3,9	
Тувалу	...	3,3	2,8	3,2	3,8	2,2	10,5	-0,3	-1,9	1,2	1,6	2,2	-1,8	2,4	1,6	
Вануату	2,5	3,0	1,4	1,2	2,0	3,9	4,8	4,3	2,8	4,0	3,5	3,0	3,4	4,0	3,5	
Вьетнам	<b>5,6</b>	<b>3,3</b>	<b>7,9</b>	<b>8,4</b>	<b>7,5</b>	<b>8,3</b>	<b>23,1</b>	<b>6,7</b>	<b>9,2</b>	<b>13,5</b>	<b>6,7</b>	<b>5,0</b>	<b>11,8</b>	<b>9,5</b>	<b>6,2</b>	

Таблица А7. Страны с формирующимся рынком и развивающиеся страны: потребительские цены<sup>1</sup> (продолжение)

	Среднее									Прогнозы			На конец периода <sup>2</sup>		
	1993–2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2016	2010	2011	2012
<b>Латинская Америка и Карибский бассейн</b>	<b>39,3</b>	<b>10,4</b>	<b>6,6</b>	<b>6,3</b>	<b>5,3</b>	<b>5,4</b>	<b>7,9</b>	<b>6,0</b>	<b>6,0</b>	<b>6,7</b>	<b>6,0</b>	<b>5,1</b>	<b>6,6</b>	<b>6,8</b>	<b>5,8</b>
Антигуа и Барбуда	2,3	2,0	2,0	2,1	1,8	1,4	5,3	-0,6	3,4	3,7	2,7	2,2	2,9	3,0	3,1
Аргентина <sup>5</sup>	4,7	13,4	4,4	9,6	10,9	8,8	8,6	6,3	10,5	10,2	11,5	11,0	10,9	11,0	11,0
Багамские Острова	1,7	3,0	1,0	2,2	1,8	2,5	4,5	2,1	1,7	2,0	1,4	2,0	1,7	2,0	1,7
Барбадос	1,8	1,6	1,4	6,1	7,3	4,0	8,1	3,7	5,1	6,1	4,6	1,9	5,1	7,0	2,3
Белиз	1,6	2,6	3,1	3,7	4,2	2,3	6,4	2,0	0,5	2,9	3,5	2,5	1,3	4,4	2,5
Боливия	6,0	3,3	4,4	5,4	4,3	8,7	14,0	3,3	2,5	10,4	5,4	4,0	7,2	7,9	5,0
Бразилия	103,5	14,8	6,6	6,9	4,2	3,6	5,7	4,9	5,0	6,3	4,8	4,5	5,9	5,9	4,5
Чили	6,4	2,8	1,1	3,1	3,4	4,4	8,7	1,7	1,5	3,6	3,2	3,0	3,0	4,5	3,2
Колумбия	15,7	7,1	5,9	5,0	4,3	5,5	7,0	4,2	2,3	3,6	2,8	2,8	3,2	3,2	3,1
Коста-Рика	13,0	9,4	12,3	13,8	11,5	9,4	13,4	7,8	5,7	5,6	5,4	4,0	5,8	6,0	5,5
Доминика	1,2	1,6	2,4	1,6	2,6	3,2	6,4	0,0	2,8	3,6	1,1	1,5	2,4	3,5	1,3
Доминиканская Республика	7,3	27,4	51,5	4,2	7,6	6,1	10,6	1,4	6,3	6,1	5,8	4,0	6,2	6,0	5,5
Эквадор	37,0	7,9	2,7	2,1	3,3	2,3	8,4	5,2	3,6	3,5	3,2	3,0	3,3	3,4	3,1
Сальвадор	6,3	2,1	4,5	4,7	4,0	4,6	7,3	0,4	1,2	3,5	3,8	2,8	2,1	4,8	2,8
Гренада	1,9	2,2	2,3	3,5	4,2	3,9	8,0	-0,3	5,0	5,8	4,5	2,0	6,3	5,0	4,0
Гватемала	8,7	5,6	7,6	9,1	6,6	6,8	11,4	1,9	3,9	5,1	5,9	4,0	5,4	6,3	5,5
Гайана	6,9	6,0	4,7	6,9	6,7	12,2	8,1	3,0	3,7	6,2	6,1	5,4	4,5	6,9	5,4
Гаити	18,6	26,7	28,3	16,8	14,2	9,0	14,4	3,4	4,1	6,4	8,0	5,0	4,7	9,1	6,5
Гондурас	15,4	7,7	8,0	8,8	5,6	6,9	11,5	8,7	4,7	7,6	7,1	6,0	6,5	8,0	6,5
Ямайка	14,8	10,1	13,5	15,1	8,5	9,3	22,0	9,6	12,6	9,0	6,0	5,5	11,7	7,4	5,7
Мексика	15,6	4,6	4,7	4,0	3,6	4,0	5,1	5,3	4,2	3,6	3,1	3,0	4,4	3,5	3,0
Никарагуа	9,0	5,3	8,5	9,6	9,1	11,1	19,8	3,7	5,5	8,7	8,4	7,0	9,2	8,6	7,3
Панама	1,0	0,6	0,5	2,9	2,5	4,2	8,8	2,4	3,5	5,0	3,5	2,5	4,9	4,4	3,3
Парагвай	11,3	14,2	4,3	6,8	9,6	8,1	10,2	2,6	4,7	9,6	9,0	4,0	7,2	10,7	7,5
Перу	11,2	2,3	3,7	1,6	2,0	1,8	5,8	2,9	1,5	2,7	3,2	2,0	2,1	3,5	3,0
Сент-Китс и Невис	3,0	2,3	2,2	3,4	8,5	4,5	5,4	1,9	2,5	3,5	2,9	2,5	2,2	3,8	2,9
Сент-Люсия	2,5	1,0	1,5	3,9	3,6	2,8	7,2	1,0	1,8	3,2	2,8	2,4	-0,6	5,2	1,9
Сент-Винсент и Гренадины	1,7	0,2	3,0	3,7	3,1	6,9	10,1	0,4	1,5	5,0	3,6	2,5	2,0	5,9	1,9
Суринам	73,5	23,0	9,1	9,9	11,3	6,4	14,6	-0,1	6,9	17,9	10,4	4,0	10,3	19,9	7,5
Тринидад и Тобаго	5,1	3,8	3,7	6,9	8,3	7,9	12,0	7,0	10,7	11,5	7,5	5,0	13,4	9,5	5,5
Уругвай	21,7	19,4	9,2	4,7	6,4	8,1	7,9	7,1	6,7	7,2	6,0	6,0	6,9	6,8	6,5
Венесуэла	39,9	31,1	21,7	16,0	13,7	18,7	30,4	27,1	28,2	29,8	31,3	22,1	27,2	32,4	30,1
<b>Ближний Восток и Северная Африка</b>	<b>8,9</b>	<b>5,5</b>	<b>6,5</b>	<b>6,4</b>	<b>7,5</b>	<b>10,0</b>	<b>13,4</b>	<b>6,5</b>	<b>6,9</b>	<b>10,0</b>	<b>7,3</b>	<b>4,8</b>	<b>8,7</b>	<b>8,6</b>	<b>6,5</b>
Алжир	11,2	2,6	3,6	1,6	2,3	3,6	4,9	5,7	4,3	5,0	4,3	3,7	4,5	4,5	4,1
Бахрейн	1,0	1,7	2,2	2,6	2,0	3,3	3,5	2,8	2,0	3,0	2,7	2,5	2,0	2,7	2,5
Джибути	2,8	2,0	3,1	3,1	3,5	5,0	12,0	1,7	4,0	4,6	2,3	2,5	2,8	4,0	2,1
Египет	5,9	3,2	8,1	8,8	4,2	11,0	11,7	16,2	11,7	11,5	12,0	6,5	10,7	13,5	10,5
Исламская Респ. Иран	22,1	15,6	15,3	10,4	11,9	18,4	25,4	10,8	12,5	22,5	12,5	7,0	20,0	15,0	11,0
Ирак	...	...	...	37,0	53,2	30,8	2,7	-2,8	5,1	5,0	5,0	4,0	3,3	5,0	5,0
Иордания	2,7	1,6	3,4	3,5	6,3	4,7	13,9	-0,7	5,0	6,1	5,6	2,3	6,1	5,7	3,6
Кувейт	1,7	1,0	1,3	4,1	3,1	5,5	10,6	4,0	4,1	6,1	2,7	3,2	4,1	6,1	2,7
Ливан	6,3	1,3	1,7	-0,7	5,6	4,1	10,8	1,2	4,5	6,5	3,0	2,2	4,5	5,5	2,6
Ливия <sup>6</sup>	1,7	-2,1	1,0	2,9	1,4	6,2	10,4	2,8	2,4	...	...	...	2,4	...	...
Мавритания	5,5	5,3	10,4	12,1	6,2	7,3	7,3	2,2	6,1	7,3	6,7	0,0	6,3	7,5	6,9
Марокко	2,9	1,2	1,5	1,0	3,3	2,0	3,9	1,0	1,0	2,9	2,9	2,9	2,2	2,9	2,9
Оман	-0,2	0,2	0,7	1,9	3,4	5,9	12,6	3,5	3,3	3,5	3,0	3,0	3,4	3,3	3,0
Катар	2,2	2,3	6,8	8,8	11,8	13,8	15,0	-4,9	-2,4	4,2	4,1	4,0	0,4	4,2	4,1
Саудовская Аравия	0,3	0,6	0,4	0,6	2,3	4,1	9,9	5,1	5,4	6,0	5,5	4,0	5,4	6,6	4,5
Судан	45,2	7,7	8,4	8,5	7,2	8,0	14,3	11,3	13,0	9,0	7,0	6,0	15,4	8,0	6,0
Сирийская Арабская Республика	3,9	5,8	4,4	7,2	10,4	4,7	15,2	2,8	4,4	6,0	5,0	5,0	6,3	6,0	5,0
Тунис	3,6	2,7	3,6	2,0	4,1	3,4	4,9	3,5	4,4	4,0	3,3	3,0	4,1	4,0	3,3
Объединенные Арабские Эмираты	3,2	3,1	5,0	6,2	9,3	11,1	12,3	1,6	0,9	4,5	3,0	2,2	2,7	3,7	2,7
Йеменская Республика	27,3	10,8	12,5	9,9	10,8	7,9	19,0	3,7	12,1	13,0	11,0	6,4	12,5	13,5	8,6

**Таблица А7. Страны с формирующимся рынком и развивающиеся страны: потребительские цены<sup>1</sup> (окончание)**

	Среднее									Прогнозы			На конец периода <sup>2</sup>		
	1993–2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	Прогнозы			Прогнозы		
										2011	2012	2016	2010	2011	2012
<b>Африка к югу от Сахары</b>	<b>22,9</b>	<b>10,8</b>	<b>7,6</b>	<b>8,9</b>	<b>6,9</b>	<b>6,9</b>	<b>11,7</b>	<b>10,5</b>	<b>7,5</b>	<b>7,8</b>	<b>7,3</b>	<b>5,7</b>	<b>6,9</b>	<b>8,1</b>	<b>6,6</b>
Ангола	527,9	98,3	43,6	23,0	13,3	12,2	12,5	13,7	14,5	14,6	12,4	5,2	15,3	13,0	11,2
Бенин	7,4	1,5	0,9	5,4	3,8	1,3	8,0	2,2	2,1	4,2	3,0	3,0	4,0	4,5	3,0
Ботсвана	9,2	9,2	7,0	8,6	11,6	7,1	12,6	8,1	6,9	7,8	7,0	6,1	7,4	7,5	6,4
Буркина-Фасо	5,1	2,0	-0,4	6,4	2,4	-0,2	10,7	2,6	0,4	2,0	2,0	2,0	1,4	2,0	2,0
Бурунди	14,5	10,7	8,0	13,5	2,7	8,3	24,4	10,7	6,4	8,4	13,4	5,0	4,1	13,9	12,9
Камерун <sup>7</sup>	5,7	0,6	0,3	2,0	4,9	1,1	5,3	3,0	1,3	3,0	2,5	2,5	2,6	3,0	2,5
Кабо-Верде	4,4	1,2	-1,9	0,4	4,8	4,4	6,8	1,0	2,1	4,4	5,4	2,0	3,4	5,7	4,3
Центральноафриканская Республика	4,9	4,4	-2,2	2,9	6,7	0,9	9,3	3,5	1,5	2,7	2,9	2,0	2,3	3,4	2,4
Чад	6,2	-1,8	-4,8	3,7	7,7	-7,4	8,3	10,1	1,0	3,0	3,0	3,0	-2,2	-2,0	-2,0
Коморские Острова	4,8	3,7	4,5	3,0	3,4	4,5	4,8	4,8	2,7	3,9	3,6	3,0	3,2	4,3	2,9
Демократическая Республика Конго	546,2	12,8	4,0	21,4	13,2	16,7	18,0	46,2	23,5	12,0	11,0	7,7	9,8	13,0	9,0
Республика Конго	7,1	1,7	3,7	2,5	4,7	2,6	6,0	4,3	5,0	5,9	5,2	3,1	5,4	5,0	4,2
Кот-д'Ивуар	6,2	3,3	1,5	3,9	2,5	1,9	6,3	1,0	1,4	5,0	2,5	2,5	5,1	5,0	2,5
Экваториальная Гвинея	9,1	7,3	4,2	5,7	4,5	2,8	4,3	7,2	7,5	7,3	7,0	6,5	7,5	7,3	7,0
Эритрея	11,2	22,7	25,1	12,5	15,1	9,3	19,9	33,0	12,7	13,3	12,3	12,3	14,2	12,3	12,3
Эфиопия	1,9	15,1	8,6	6,8	12,3	15,8	25,3	36,4	2,8	12,9	11,2	9,0	7,3	16,0	9,0
Габон	4,9	2,1	0,4	1,2	-1,4	5,0	5,3	1,9	0,6	2,3	3,4	3,0	0,7	3,5	3,2
Гамбия	3,8	17,0	14,3	5,0	2,1	5,4	4,5	4,6	5,0	5,9	5,5	5,0	5,8	6,0	5,0
Гана	27,6	26,7	12,6	15,1	10,2	10,7	16,5	19,3	10,7	8,7	8,7	6,5	8,6	9,0	8,5
Гвинея	4,6	11,0	17,5	31,4	34,7	22,9	18,4	4,7	15,5	19,6	15,1	3,7	20,8	17,1	12,3
Гвинея-Бисау	21,2	-3,5	0,8	3,2	0,7	4,6	10,4	-1,6	1,1	4,0	2,0	2,0	5,7	1,8	2,0
Кения	12,0	9,8	11,8	9,9	6,0	4,3	16,2	9,3	3,9	7,2	5,0	5,0	4,5	6,7	5,5
Лесото	9,0	7,3	5,0	3,4	6,1	8,0	10,7	7,2	3,8	5,4	5,6	5,6	3,1	5,6	5,7
Либерия	...	10,3	3,6	6,9	7,2	13,7	17,5	7,4	7,3	9,7	6,0	5,0	6,6	9,0	4,7
Мадагаскар	16,2	-1,1	14,0	18,4	10,8	10,4	9,2	9,0	9,0	8,8	7,5	5,0	9,2	8,5	6,5
Малави	32,4	9,6	11,4	15,5	13,9	8,0	8,8	8,7	6,9	6,6	6,9	5,4	6,3	7,0	6,8
Мали	5,1	-1,2	-3,1	6,4	1,5	1,5	9,1	2,2	1,2	4,5	2,7	2,8	1,9	5,0	3,1
Маврикий	7,1	3,9	4,7	4,9	8,7	8,6	9,7	2,5	2,9	7,4	4,6	4,4	6,1	5,8	4,4
Мозамбик	23,4	13,5	12,6	6,4	13,2	8,2	10,3	3,3	12,7	9,5	7,2	5,6	16,6	8,4	5,6
Намбия	9,1	7,2	4,1	2,3	5,1	6,7	10,4	8,8	4,5	5,9	5,6	4,5	3,1	5,7	5,5
Нигер	6,2	-1,8	0,4	7,8	0,1	0,1	10,5	1,1	0,9	3,8	2,0	2,0	2,7	3,5	2,0
Нигерия	26,0	14,0	15,0	17,9	8,2	5,4	11,6	12,5	13,7	11,1	9,5	8,5	11,7	10,5	8,5
Руанда	13,8	7,4	12,0	9,1	8,8	9,1	15,4	10,3	2,3	3,1	5,5	5,0	0,2	6,0	5,0
Сан-Томе и Принсипи	29,3	9,6	12,8	17,2	23,1	18,5	26,0	17,0	14,4	10,6	6,7	3,0	12,9	8,5	5,0
Сенегал	4,8	0,0	0,5	1,7	2,1	5,9	5,8	-1,7	1,2	3,9	2,5	2,1	4,3	2,7	2,3
Сейшельские Острова	2,4	3,3	3,9	0,6	-1,9	5,3	37,0	31,9	-2,4	3,1	4,3	2,6	0,4	5,5	3,5
Сьерра-Леоне	17,0	7,5	14,2	12,0	9,5	11,6	14,8	9,2	17,8	14,7	8,8	5,4	18,4	13,1	8,0
Южная Африка	7,6	5,8	1,4	3,4	4,7	7,1	11,5	7,1	4,3	4,9	5,8	4,5	3,5	5,9	5,6
Свазиленд	9,2	7,3	3,5	4,8	5,3	9,7	13,1	7,5	4,5	7,9	6,1	4,5	4,5	7,3	5,4
Танзания	15,3	4,4	4,1	4,4	5,6	6,3	8,4	11,8	10,5	6,3	7,0	5,0	7,2	7,5	5,5
Того	6,6	-0,9	0,4	6,8	2,2	0,9	8,7	1,9	3,2	6,2	2,0	1,9	6,9	6,9	-2,1
Уганда	6,9	5,7	5,0	8,0	6,6	6,8	7,3	14,2	9,4	6,1	11,0	5,0	4,2	12,0	10,0
Замбия	41,0	21,4	18,0	18,3	9,0	10,7	12,4	13,4	8,5	9,0	6,5	5,0	7,9	7,0	6,0
Зимбабве <sup>8</sup>	...	...	...	...	...	...	...	6,5	3,0	4,8	6,1	5,0	3,2	7,1	6,5

<sup>1</sup>В соответствии со стандартной практикой в ПРМЭ изменения потребительских цен указываются как среднегодовые значения, а не 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.

<sup>2</sup>Изменения в декабре по сравнению с декабрем предыдущего года. Некоторые страны указывают изменения в IV кв. по сравнению с IV кв. предыдущего года.

<sup>3</sup>Для 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.

<sup>4</sup>Грузия и Монголия, которые не являются членами Содружества Независимых Государств, включены в эту группу в силу их географического положения и схожих характеристик структуры экономики.

<sup>5</sup>Частные аналитики полагают, что рост реального ВВП был ниже официальных отчетных данных, начиная с последнего квартала 2008 года.

<sup>6</sup>Прогнозы для Ливии не включены ввиду неопределенности политической ситуации.

<sup>7</sup>Процентные изменения в 2002 году рассчитаны за период в 18 месяцев, что связано с изменением цикла бюджетного года (с «июль-июнь» на «январь-декабрь»).

<sup>8</sup>Зимбабвийский 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 управления<sup>1</sup>**

(В процентах ВВП, если не указано иное)

	Среднее							Прогнозы		
	1995–2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2016
<b>Основные страны с развитой экономикой</b>										
Чистое кредитование/заимствование	...	-3,4	-2,3	-2,1	-4,4	-9,8	-8,8	-8,5	-6,3	-4,4
Отклонение фактического объема производства от потенциала <sup>2</sup>	-0,1	-0,2	0,4	0,6	-0,9	-5,5	-4,0	-3,1	-2,2	-0,2
Структурное сальдо <sup>2</sup>	...	-2,9	-2,4	-2,2	-3,7	-5,8	-6,4	-6,5	-4,9	-4,1
<b>Соединенные Штаты</b>										
Чистое кредитование/заимствование	...	-3,2	-2,0	-2,7	-6,5	-12,7	-10,6	-10,8	-7,5	-6,0
Отклонение фактического объема производства от потенциала <sup>2</sup>	0,1	0,0	0,3	0,0	-1,8	-6,0	-4,8	-3,7	-2,7	-0,4
Структурное сальдо <sup>2</sup>	...	-2,3	-2,0	-2,3	-4,7	-6,8	-7,5	-8,1	-5,7	-5,3
Чистый долг	43,2	42,7	41,9	42,6	48,4	59,9	64,8	72,4	76,7	85,7
Валовой долг	62,3	61,7	61,1	62,2	71,2	84,6	91,6	99,5	102,9	111,9
<b>Зона евро<sup>3</sup></b>										
Чистое кредитование/заимствование	-2,5	-2,5	-1,3	-0,6	-2,0	-6,3	-6,1	-4,4	-3,6	-1,9
Отклонение фактического объема производства от потенциала <sup>2</sup>	-0,5	-0,4	1,0	2,1	1,1	-3,5	-2,8	-2,3	-1,7	0,0
Структурное сальдо <sup>2</sup>	-2,7	-2,8	-2,3	-2,1	-2,7	-4,3	-4,1	-3,2	-2,7	-1,7
Чистый долг	54,7	54,7	53,1	50,7	52,9	61,0	64,4	66,9	68,2	68,1
Валовой долг	70,7	70,0	68,5	66,2	69,8	79,3	85,0	87,3	88,3	86,3
<b>Германия<sup>4</sup></b>										
Чистое кредитование/заимствование	-3,2	-3,4	-1,6	0,3	0,1	-3,0	-3,3	-2,3	-1,5	0,0
Отклонение фактического объема производства от потенциала <sup>2</sup>	-0,6	-1,3	0,9	2,4	2,0	-3,7	-1,6	-0,5	-0,1	0,2
Структурное сальдо <sup>2, 5</sup>	-2,4	-2,6	-2,2	-0,9	-0,7	-1,0	-2,2	-2,1	-1,5	-0,1
Чистый долг	43,5	53,1	52,7	50,1	49,7	55,9	53,8	54,7	54,7	52,6
Валовой долг	60,4	68,0	67,6	64,9	66,3	73,5	80,0	80,1	79,4	71,9
<b>Франция</b>										
Чистое кредитование/заимствование	-3,1	-3,0	-2,3	-2,7	-3,3	-7,6	-7,7	-6,0	-5,0	-1,5
Отклонение фактического объема производства от потенциала <sup>2</sup>	0,2	0,3	0,8	1,1	-0,4	-4,0	-3,6	-3,1	-2,5	0,2
Структурное сальдо <sup>2</sup>	-3,1	-3,3	-2,6	-3,1	-3,1	-5,0	-5,1	-4,0	-3,3	-1,5
Чистый долг	49,8	56,7	53,9	54,1	57,8	68,4	74,6	77,9	80,0	77,0
Валовой долг	59,2	66,4	63,7	63,8	67,5	78,1	84,3	87,6	89,7	86,7
<b>Италия</b>										
Чистое кредитование/заимствование	-3,6	-4,4	-3,3	-1,5	-2,7	-5,3	-4,6	-4,3	-3,5	-2,9
Отклонение фактического объема производства от потенциала <sup>2</sup>	0,0	-0,4	0,8	1,5	-0,5	-3,9	-3,3	-3,0	-2,5	0,0
Структурное сальдо <sup>2</sup>	-4,1	-4,6	-3,4	-2,5	-2,6	-3,9	-2,9	-2,8	-2,2	-3,0
Чистый долг	97,1	89,3	89,8	87,3	89,2	97,1	99,6	100,6	100,4	98,9
Валовой долг	112,1	105,9	106,6	103,6	106,3	116,1	119,0	120,3	120,0	118,0
<b>Япония</b>										
Чистое кредитование/заимствование	-6,3	-4,8	-4,0	-2,4	-4,2	-10,3	-9,5	-10,0	-8,4	-7,4
Отклонение фактического объема производства от потенциала <sup>2</sup>	-0,9	-0,7	-0,3	0,4	-1,5	-8,0	-4,8	-3,8	-2,3	0,0
Структурное сальдо <sup>2, 6</sup>	-5,9	-4,6	-3,9	-2,5	-3,6	-7,0	-7,5	-8,3	-7,4	-7,4
Чистый долг	54,6	84,6	84,3	81,5	96,5	110,0	117,5	127,8	135,1	163,9
Валовой долг <sup>7</sup>	135,4	191,6	191,3	187,7	195,0	216,3	220,3	229,1	233,4	250,5
<b>Соединенное Королевство</b>										
Чистое кредитование/заимствование	-1,8	-3,3	-2,6	-2,7	-4,9	-10,3	-10,4	-8,6	-6,9	-1,3
Отклонение фактического объема производства от потенциала <sup>2</sup>	-0,1	-0,3	0,3	1,0	0,7	-3,7	-2,7	-2,6	-2,3	-0,3
Структурное сальдо <sup>2</sup>	-1,7	-3,1	-2,8	-3,3	-5,9	-8,5	-8,3	-6,6	-5,1	-1,1
Чистый долг	37,6	37,3	38,0	38,2	45,6	60,9	69,4	75,1	78,6	73,5
Валовой долг	42,8	42,1	43,1	43,9	52,0	68,3	77,2	83,0	86,5	81,3
<b>Канада</b>										
Чистое кредитование/заимствование	-0,2	1,5	1,6	1,6	0,1	-5,5	-5,5	-4,6	-2,8	0,0
Отклонение фактического объема производства от потенциала <sup>2</sup>	0,5	1,5	1,7	1,7	0,1	-3,8	-2,4	-1,5	-0,8	0,0
Структурное сальдо <sup>2</sup>	-0,4	0,9	0,8	0,6	0,0	-3,2	-4,0	-3,6	-2,2	0,0
Чистый долг	52,9	31,0	26,3	22,9	22,4	28,4	32,2	35,1	36,3	33,0
Валовой долг	88,1	71,6	70,3	66,5	71,3	83,4	84,0	84,2	83,1	72,6

Примечание. Методология и специфические исходные предположения по каждой стране обсуждаются во вставке А1 настоящего Статистического приложения. 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 октябрь 2010 года и ранее, где составные показатели взвешивались по доле ВВП, стоимость которого оценивалась по паритету покупательной способности (ППС), в общемировом ВВП.

<sup>1</sup>Данные о долге относятся к концу периода. Данные о долге не всегда сопоставимы по странам.

<sup>2</sup>В процентах потенциального ВВП.

<sup>3</sup>Эстония не включена.

<sup>4</sup>Начиная с 1995 года обязательства по погашению и обслуживанию долга ведомства по управлению государственной собственностью «Treuhandanstalt» (и различных других агентств) были приняты на себя сектором государственного управления. Этот долг эквивалентен 8 процентам ВВП, а сумма соответствующего обслуживания долга составляет от ½ до 1 процента ВВП.

<sup>5</sup>За исключением единовременных поступлений от продажи активов, включая лицензии.

<sup>6</sup>За исключением единовременных мер, основанных на данных властей и, в отсутствие последних, поступлениях от продажи активов.

<sup>7</sup>Включая доли участия в капитале.

**Таблица А9. Сводные данные по объемам и ценам мировой торговли**

(Годовое изменение в процентах)

	Средние										Средние	
	1993–2002	2003–12	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012
<b>Торговля товарами и услугами</b>												
<b>Мировая торговля<sup>1</sup></b>												
Объем	6,6	5,7	5,6	10,8	7,7	8,7	7,5	2,7	-10,9	12,4	7,4	6,9
Дефлятор цен												
В долларах США	-1,3	5,3	10,2	9,5	5,4	5,8	8,1	11,3	-10,3	5,8	8,5	0,8
В СДР	-0,5	3,4	1,9	3,6	5,7	6,3	3,9	7,8	-8,0	7,0	5,8	1,0
<b>Объем торговли</b>												
<b>Экспорт</b>												
Страны с развитой экономикой	6,2	4,7	3,4	9,2	6,2	8,7	6,6	1,9	-12,2	12,0	6,8	5,9
Страны с формирующимся рынком и развивающиеся страны	8,3	8,3	11,5	14,5	11,2	9,4	9,6	4,0	-7,5	14,5	8,8	8,7
<b>Импорт</b>												
Страны с развитой экономикой	6,5	4,1	4,2	9,3	6,5	7,7	5,1	0,4	-12,6	11,2	5,8	5,5
Страны с формирующимся рынком и развивающиеся страны	7,3	9,4	10,7	16,1	11,6	10,3	13,3	8,8	-8,3	13,5	10,2	9,4
<b>Условия торговли</b>												
Страны с развитой экономикой	-0,1	-0,3	1,0	-0,2	-1,4	-1,1	0,4	-2,0	2,7	-1,2	-1,1	-0,5
Страны с формирующимся рынком и развивающиеся страны	0,4	1,5	0,6	2,9	5,1	3,2	0,5	3,7	-5,1	0,2	4,7	-0,3
<b>Торговля товарами</b>												
<b>Мировая торговля<sup>1</sup></b>												
Объем	6,5	5,8	7,0	11,3	7,4	8,6	7,1	2,7	-11,7	13,6	7,7	6,9
Дефлятор цен												
В долларах США	-1,0	5,4	9,2	9,4	6,2	6,5	7,8	11,7	-11,9	7,2	9,2	0,9
В СДР	-0,2	3,4	1,0	3,5	6,4	7,0	3,6	8,1	-9,7	8,4	6,4	1,1
<b>Цены мировой торговли в долларах США<sup>2</sup></b>												
Продукция обрабатывающей промышленности	-1,4	4,0	13,5	5,7	2,6	2,6	6,2	6,6	-6,3	3,0	5,5	1,1
Нефть	2,7	15,8	15,8	30,7	41,3	20,5	10,7	36,4	-36,3	27,9	35,6	0,8
Первичные биржевые товары, кроме топлива	-0,9	9,5	5,9	15,2	6,1	23,2	14,1	7,5	-15,8	26,3	25,1	-4,3
Продовольственные товары	-1,5	7,8	6,3	14,0	-0,9	10,5	15,2	23,4	-14,7	11,4	24,1	-4,7
Напитки	1,3	9,9	4,8	-0,9	18,1	8,4	13,8	23,3	1,6	14,1	23,9	-3,5
Сельскохозяйственное сырье и материалы	0,2	3,8	0,6	4,1	0,5	8,8	5,0	-0,8	-17,0	33,2	24,8	-11,5
Металлы	-1,2	16,6	11,8	34,6	22,4	56,2	17,4	-7,8	-19,7	48,1	26,5	-0,8
<b>Цены мировой торговли в СДР<sup>2</sup></b>												
Продукция обрабатывающей промышленности	-0,5	2,0	4,9	0,0	2,8	3,1	2,1	3,3	-4,0	4,2	2,9	1,3
Нефть	3,6	13,6	7,1	23,6	41,6	21,0	6,4	32,1	-34,8	29,3	32,2	1,0
Первичные биржевые товары, кроме топлива	-0,1	7,5	-2,1	9,0	6,3	23,8	9,6	4,1	-13,8	27,6	21,9	-4,1
Продовольственные товары	-0,7	5,8	-1,7	7,8	-0,7	11,0	10,7	19,5	-12,6	12,6	21,0	-4,5
Напитки	2,1	7,9	-3,1	-6,3	18,3	8,8	9,4	19,4	4,1	15,4	20,8	-3,3
Сельскохозяйственное сырье и материалы	1,1	1,9	-7,0	-1,6	0,8	9,3	0,9	-3,9	-14,9	34,7	21,6	-11,3
Металлы	-0,3	14,4	3,3	27,3	22,7	56,9	12,8	-10,7	-17,7	49,7	23,3	-0,6
<b>Цены мировой торговли в евро<sup>2</sup></b>												
Продукция обрабатывающей промышленности	1,8	0,2	-5,2	-3,8	2,4	1,8	-2,7	-0,7	-1,0	8,2	2,3	1,6
Нефть	6,1	11,6	-3,3	18,9	41,0	19,5	1,4	27,1	-32,7	34,3	31,4	1,3
Первичные биржевые товары, кроме топлива	2,3	5,6	-11,6	4,8	5,9	22,3	4,5	0,1	-11,1	32,5	21,2	-3,8
Продовольственные товары	1,7	3,9	-11,2	3,7	-1,1	9,6	5,6	14,9	-9,8	17,0	20,3	-4,2
Напитки	4,6	6,0	-12,5	-9,9	17,8	7,5	4,2	14,8	7,3	19,8	20,1	-3,0
Сельскохозяйственное сырье и материалы	3,5	0,1	-16,0	-5,3	0,3	8,0	-3,8	-7,6	-12,3	39,9	21,0	-11,1
Металлы	2,0	12,4	-6,7	22,4	22,2	55,0	7,5	-14,2	-15,1	55,5	22,6	-0,3



Таблица А9. Сводные данные по объемам и ценам мировой торговли (окончание)

	Средние										Средние	
	1993–2002	2003–12	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012
<b>Торговля товарами</b>												
<b>Объем торговли</b>												
<b>Экспорт</b>												
Страны с развитой экономикой	6,0	4,8	5,0	9,6	5,7	8,7	6,1	1,9	-13,6	13,6	7,3	5,8
Страны с формирующимся рынком и развивающиеся страны	8,2	8,1	11,5	14,1	10,9	8,9	8,7	4,1	-7,8	15,1	8,9	8,6
Экспортеры топлива	3,6	3,9	11,8	9,8	5,8	2,1	4,1	2,7	-6,9	2,5	5,1	3,0
Страны, не экспортирующие топливо	9,9	9,7	11,3	15,6	12,8	11,8	10,7	4,7	-8,3	20,1	10,3	10,6
<b>Импорт</b>												
Страны с развитой экономикой	6,5	4,4	6,0	10,2	6,3	8,0	5,1	0,3	-13,3	12,6	6,0	5,2
Страны с формирующимся рынком и развивающиеся страны	7,3	9,2	11,5	16,2	11,4	9,8	12,8	8,2	-9,2	13,8	10,2	9,6
Экспортеры топлива	3,6	9,2	10,8	14,8	16,0	9,8	21,6	14,5	-12,8	3,4	9,2	8,2
Страны, не экспортирующие топливо	8,4	9,2	11,6	16,5	10,5	9,8	10,9	6,8	-8,3	16,3	10,4	9,8
<b>Дефляторы цен в СДР</b>												
<b>Экспорт</b>												
Страны с развитой экономикой	-0,7	2,4	1,6	2,4	3,7	4,4	3,1	4,8	-6,8	5,5	5,2	0,4
Страны с формирующимся рынком и развивающиеся страны	1,9	6,1	1,2	7,3	14,0	12,8	5,6	13,9	-13,9	12,1	9,8	1,2
Экспортеры топлива	3,6	11,8	4,5	16,6	32,3	20,9	8,1	26,0	-26,6	24,5	24,6	0,8
Страны, не экспортирующие топливо	1,3	3,8	0,2	4,1	7,2	9,4	4,5	8,7	-7,7	7,2	4,2	1,4
<b>Импорт</b>												
Страны с развитой экономикой	-0,8	2,7	0,5	2,7	5,6	5,8	2,6	7,4	-10,4	6,8	6,5	1,2
Страны с формирующимся рынком и развивающиеся страны	1,4	4,6	0,3	4,5	7,9	9,1	5,0	10,2	-8,9	12,7	4,7	1,7
Экспортеры топлива	0,4	5,3	1,0	4,5	8,0	10,7	5,2	8,9	-5,4	15,3	6,1	0,5
Страны, не экспортирующие топливо	1,6	4,4	0,2	4,5	7,8	8,8	5,0	10,5	-9,8	12,1	4,4	1,9
<b>Условия торговли</b>												
Страны с развитой экономикой	0,1	-0,4	1,1	-0,4	-1,8	-1,3	0,5	-2,4	4,0	-1,2	-1,2	-0,8
Страны с формирующимся рынком и развивающиеся страны	0,5	1,4	0,9	2,7	5,7	3,4	0,5	3,3	-5,4	-0,6	4,8	-0,4
<b>Региональные группы</b>												
Центральная и Восточная Европа	-0,3	-0,4	-0,5	1,2	-1,6	-1,2	2,0	-2,5	3,8	-2,0	-2,2	-0,4
Содружество Независимых Государств <sup>3</sup>	1,7	6,1	8,7	12,4	15,0	9,4	2,5	15,1	-20,3	9,9	13,4	0,2
Развивающиеся страны Азии	-0,3	-1,9	-1,0	-2,7	-2,2	-1,7	-2,1	-2,7	4,3	-10,7	0,3	-0,2
Латинская Америка и Карибский бассейн	0,6	2,6	2,8	5,5	5,4	8,3	2,3	2,6	-7,9	9,0	0,4	-1,7
Ближний Восток и Северная Африка	2,4	5,4	2,0	8,1	21,9	6,0	1,9	13,9	-18,3	7,0	16,8	-0,1
Африка к югу от Сахары	0,5	4,1	-1,9	4,8	12,3	9,1	3,2	7,7	-12,2	10,1	11,4	-0,6
<b>Аналитические группы</b>												
<b>По источникам экспортных доходов</b>												
Экспортеры топлива	3,2	6,1	3,5	11,5	22,5	9,2	2,8	15,7	-22,3	8,0	17,5	0,3
Страны, не экспортирующие топливо	-0,3	-0,6	-0,1	-0,4	-0,6	0,5	-0,5	-1,6	2,3	-4,3	-0,2	-0,5
<i>Для справки</i>												
<b>Мировой экспорт в миллиардах долларов США</b>												
Товары и услуги	6 745	16 528	9 323	11 310	12 870	14 849	17 307	19 747	15 783	18 713	21 877	23 502
Товары	5 383	13 253	7 442	9 034	10 327	11 966	13 845	15 859	12 341	14 986	17 711	19 015
Средняя цена нефти <sup>4</sup>	2,7	15,8	15,8	30,7	41,3	20,5	10,7	36,4	-36,3	27,9	35,6	0,8
В долларах США за баррель	19 82	70 84	28 89	37 76	53 35	64 27	71 13	97 04	61 78	79 03	107 16	108 00
Стоимость за единицу экспорта продукции обрабатывающей промышленности <sup>5</sup>	-1,4	4,0	13,5	5,7	2,6	2,6	6,2	6,6	-6,3	3,0	5,5	1,1

<sup>1</sup>Среднегодовое изменение мирового экспорта и импорта.

<sup>2</sup>Как 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 сырой 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.

<sup>3</sup>Грузия и Монголия, которые не являются членами Содружества Независимых Государств, включены в эту группу в силу их географического положения и схожих характеристик структуры экономики.

<sup>4</sup>Процентное изменение цен сырой нефти сортов U.K. Brent, Dubai и West Texas Intermediate.

<sup>5</sup>Процентное изменение продукции обрабатывающей промышленности, экспортируемой странами с развитой экономикой.

**Таблица А10. Сводные данные о сальдо по счетам текущих операций**

(В миллиардах долларов США)

	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	Прогнозы		
									2011	2012	2016
<b>Страны с развитой экономикой</b>	<b>-218,9</b>	<b>-219,5</b>	<b>-411,2</b>	<b>-449,8</b>	<b>-344,2</b>	<b>-471,8</b>	<b>-101,1</b>	<b>-95,5</b>	<b>-125,6</b>	<b>-91,0</b>	<b>-302,5</b>
Соединенные Штаты	-520,7	-630,5	-747,6	-802,6	-718,1	-668,9	-378,4	-470,2	-493,9	-450,7	-643,6
Зона евро <sup>1,2</sup>	23,4	76,6	14,6	-12,6	14,7	-196,9	-69,4	-77,0	3,8	6,6	18,3
Япония	136,2	172,1	165,7	170,4	211,0	157,1	141,8	194,8	134,1	138,6	131,5
Другие страны с развитой экономикой <sup>3</sup>	128,7	127,4	131,1	142,0	137,0	129,0	158,2	167,7	229,8	213,9	192,3
<i>Для справки</i>											
Новые индустриальные страны Азии	84,3	86,9	82,8	99,4	130,9	87,8	128,6	133,1	134,8	136,1	145,2
<b>Страны с формирующимся рынком и развивающиеся страны</b>	<b>145,2</b>	<b>219,7</b>	<b>443,0</b>	<b>661,5</b>	<b>649,7</b>	<b>704,2</b>	<b>326,6</b>	<b>378,1</b>	<b>646,5</b>	<b>635,9</b>	<b>900,8</b>
<b>Региональные группы</b>											
Центральная и Восточная Европа	-32,5	-52,0	-57,7	-85,3	-131,7	-151,3	-44,3	-76,0	-102,0	-116,0	-165,6
Содружество Независимых Государств <sup>4</sup>	35,7	63,5	87,6	96,3	71,7	107,7	41,4	75,0	116,9	90,1	17,0
Развивающиеся страны Азии	85,2	92,9	167,5	289,2	418,3	435,9	328,2	308,1	348,9	414,7	843,7
Латинская Америка и Карибский бассейн	9,4	21,5	36,3	49,5	14,6	-31,2	-25,0	-56,9	-79,1	-107,0	-179,1
Ближний Восток и Северная Африка	59,8	101,9	212,7	281,1	265,8	343,1	47,9	152,8	357,1	349,0	394,5
Африка к югу от Сахары	-12,4	-8,2	-3,4	30,8	11,0	0,0	-21,6	-24,9	4,7	5,1	-9,7
<i>Для справки</i>											
Европейский союз	12,1	61,7	-13,8	-48,0	-83,1	-167,4	-39,6	-22,3	-37,1	-26,3	-13,1
<b>Аналитические группы</b>											
<b>По источникам экспортных доходов</b>											
Топливо	103,9	184,6	349,2	476,6	429,7	587,0	145,2	291,0	597,6	568,5	514,8
Товары, кроме топлива,	41,3	35,1	93,8	184,9	220,0	117,2	181,4	87,0	48,9	67,4	386,0
в том числе первичные продукты	-4,4	-0,9	-1,8	9,4	6,7	-15,2	-3,6	-4,8	-7,2	-15,4	-12,8
<b>По источникам внешнего финансирования</b>											
Страны – чистые дебиторы,	-31,7	-55,9	-95,3	-116,8	-212,2	-361,6	-180,3	-265,4	-360,0	-423,2	-519,7
в том числе официальное финансирование	-5,8	-4,6	-5,7	-3,9	-5,7	-12,8	-11,4	-14,7	-17,9	-19,7	-16,7
<b>Страны – чистые дебиторы по состоянию обслуживания долга</b>											
Страны, имевшие просроченную задолженность, и/или страны, которым предоставлялось реоформление долга, в период с 2005 по 2009 год	1,9	-6,8	-9,0	-6,1	-19,2	-34,8	-31,6	-40,8	-47,0	-53,3	-51,2
<b>Весь мир<sup>1</sup></b>	<b>-73,7</b>	<b>0,2</b>	<b>31,8</b>	<b>211,8</b>	<b>305,4</b>	<b>232,4</b>	<b>225,5</b>	<b>282,6</b>	<b>520,9</b>	<b>544,9</b>	<b>598,4</b>
<i>Для справки</i>											
В процентах от общемирового объема текущих операций	-0,4	0,0	0,1	0,7	0,9	0,6	0,7	0,8	1,2	1,2	1,0
В процентах от мирового ВВП	-0,2	0,0	0,1	0,4	0,5	0,4	0,4	0,4	0,7	0,7	0,6

<sup>1</sup>Отражает 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.

<sup>2</sup>Рассчитано как суммарное сальдо по отдельным странам зоны евро, исключая Эстонию.

<sup>3</sup>В этой таблице «другие страны с развитой экономикой» означает страны с развитой экономикой, за исключением США, стран зоны евро и Японии, но включая Эстонию.

<sup>4</sup>Грузия 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)

	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	Прогнозы		
									2011	2012	2016
<b>Страны с развитой экономикой</b>	<b>-0,7</b>	<b>-0,7</b>	<b>-1,2</b>	<b>-1,2</b>	<b>-0,9</b>	<b>-1,1</b>	<b>-0,3</b>	<b>-0,2</b>	<b>-0,3</b>	<b>-0,2</b>	<b>-0,6</b>
Соединенные Штаты	-4,7	-5,3	-5,9	-6,0	-5,1	-4,7	-2,7	-3,2	-3,2	-2,8	-3,4
Зона евро <sup>1</sup>	0,4	1,2	0,4	0,4	0,2	-0,6	-0,2	0,1	0,0	0,0	0,1
Германия	1,9	4,7	5,1	6,5	7,6	6,7	5,0	5,3	5,1	4,6	3,6
Франция	0,7	0,5	-0,5	-0,6	-1,0	-1,9	-1,9	-2,1	-2,8	-2,7	-2,2
Италия	-1,3	-0,9	-1,7	-2,6	-2,4	-2,9	-2,1	-3,5	-3,4	-3,0	-2,4
Испания	-3,5	-5,3	-7,4	-9,0	-10,0	-9,7	-5,5	-4,5	-4,8	-4,5	-3,5
Нидерланды	5,6	7,6	7,4	9,3	6,7	4,3	4,6	7,1	7,9	8,2	6,0
Бельгия	3,4	3,2	2,0	1,9	1,6	-1,9	0,8	1,2	1,0	1,2	2,4
Греция	-6,6	-5,9	-7,4	-11,2	-14,4	-14,7	-11,0	-10,4	-8,2	-7,1	-3,8
Австрия	1,7	2,2	2,2	2,8	3,5	4,9	2,9	3,2	3,1	3,1	3,2
Португалия	-6,5	-8,4	-10,4	-10,7	-10,1	-12,6	-10,9	-9,9	-8,7	-8,5	-5,7
Финляндия	4,8	6,2	3,4	4,2	4,3	2,9	2,3	3,1	2,8	2,6	2,8
Ирландия	0,0	-0,6	-3,5	-3,6	-5,3	-5,6	-3,0	-0,7	0,2	0,6	0,1
Словацкая Республика	-5,9	-7,8	-8,5	-7,8	-5,3	-6,6	-3,6	-3,4	-2,8	-2,7	-3,1
Словения	-0,8	-2,7	-1,7	-2,5	-4,8	-6,7	-1,5	-1,2	-2,0	-2,1	-2,6
Люксембург	8,1	11,9	11,5	10,4	10,1	5,3	6,7	7,7	8,5	8,7	9,3
Эстония	-11,3	-11,3	-10,0	-15,3	-17,2	-9,7	4,5	3,6	3,3	3,1	-3,7
Кипр	-2,3	-5,0	-5,9	-7,0	-11,7	-17,2	-7,5	-7,0	-8,9	-8,7	-8,0
Мальта	-3,1	-6,0	-8,7	-9,3	-5,6	-5,6	-6,9	-0,6	-1,1	-2,3	-3,3
Япония	3,2	3,7	3,6	3,9	4,8	3,2	2,8	3,6	2,3	2,3	2,0
Соединенное Королевство	-1,6	-2,1	-2,6	-3,4	-2,6	-1,6	-1,7	-2,5	-2,4	-1,9	-1,0
Канада	1,2	2,3	1,9	1,4	0,8	0,4	-2,8	-3,1	-2,8	-2,6	-1,3
Корея	2,4	4,5	2,2	1,5	2,1	0,3	3,9	2,8	1,1	1,0	0,6
Австралия	-5,2	-6,0	-5,7	-5,3	-6,2	-4,5	-4,2	-2,6	-0,4	-2,1	-6,2
Тайвань, провинция Китая	9,8	5,8	4,8	7,0	8,9	6,9	11,4	9,4	11,6	10,9	8,0
Швеция	7,0	6,6	6,8	8,4	9,2	8,7	7,2	6,5	6,1	5,8	5,6
Швейцария	13,3	13,4	14,0	14,8	8,9	2,3	11,5	14,2	13,2	12,8	12,0
САР Гонконг	10,4	9,5	11,4	12,1	12,3	13,7	8,6	6,6	5,2	5,5	7,9
Сингапур	22,7	17,0	21,1	24,8	27,3	14,6	19,0	22,2	20,4	19,0	14,9
Чешская Республика	-6,3	-5,3	-1,3	-2,5	-3,3	-0,6	-1,1	-2,4	-1,8	-1,2	-0,7
Норвегия	12,3	12,7	16,3	17,2	14,1	17,9	13,1	12,9	16,3	16,0	14,8
Израиль	0,6	1,8	3,2	5,1	2,9	0,8	3,6	3,1	3,3	3,1	3,4
Дания	3,7	3,3	4,1	3,1	1,4	2,4	3,8	5,0	4,8	4,8	4,9
Новая Зеландия	-3,9	-5,7	-7,9	-8,2	-8,0	-8,7	-2,9	-2,2	-0,2	-4,4	-7,0
Исландия	-4,8	-9,8	-16,1	-25,7	-15,7	-28,3	-10,4	-8,0	1,1	2,1	-0,6
<i>Для справки</i>											
Основные страны с развитой экономикой	-1,5	-1,4	-1,9	-2,0	-1,3	-1,3	-0,8	-1,0	-1,3	-1,1	-1,4
Зона евро <sup>2</sup>	0,3	0,8	0,1	-0,1	0,1	-1,4	-0,6	-0,6	0,0	0,0	0,1
Новые индустриальные страны Азии	7,0	6,5	5,5	6,0	7,2	5,1	8,0	7,1	6,3	6,0	4,8

<sup>1</sup>Расчитано как сумма сальдо по отдельным странам зоны евро, исключая Эстонию.<sup>2</sup>Скорректировано на основе отчетности о расхождении данных по операциям внутри зоны евро, исключая Эстонию.

**Таблица A12. Страны с формирующимся рынком и развивающиеся страны: сальдо счета текущих операций**  
(В процентах ВВП)

	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	Прогнозы		
									2011	2012	2016
<b>Центральная и Восточная Европа</b>	<b>-4,1</b>	<b>-5,3</b>	<b>-4,9</b>	<b>-6,5</b>	<b>-8,1</b>	<b>-7,9</b>	<b>-2,8</b>	<b>-4,3</b>	<b>-5,4</b>	<b>-5,7</b>	<b>-6,2</b>
Албания	-5,0	-4,0	-6,1	-5,6	-10,4	-15,2	-14,0	-10,1	-11,2	-9,8	-5,0
Босния и Герцеговина	-19,4	-16,4	-17,2	-8,0	-10,7	-14,5	-6,9	-6,0	-6,0	-5,7	-4,6
Болгария	-5,3	-6,4	-11,7	-17,6	-30,2	-23,3	-10,0	-0,8	-1,5	-2,0	-4,0
Хорватия	-6,3	-4,4	-5,5	-7,0	-7,6	-9,2	-5,5	-1,9	-3,6	-3,6	-5,7
Венгрия	-8,0	-8,4	-7,6	-7,6	-6,9	-7,3	-0,5	1,6	1,5	0,9	-3,7
Косово	-8,1	-8,3	-7,4	-6,7	-8,3	-15,2	-16,8	-17,3	-23,1	-25,6	-16,7
Латвия	-8,1	-12,9	-12,5	-22,5	-22,3	-13,1	8,6	3,6	2,6	1,5	-2,6
Литва	-6,9	-7,6	-7,1	-10,7	-14,6	-13,4	4,5	1,8	-0,9	-2,9	-3,3
БЮР Македония	-3,8	-7,6	-2,6	-0,8	-6,5	-13,9	-6,4	-2,8	-4,2	-4,8	-4,5
Черногория	-6,7	-7,2	-8,5	-24,1	-39,5	-50,6	-30,3	-25,6	-24,5	-22,1	-8,9
Польша	-2,5	-4,0	-1,2	-2,7	-4,8	-4,8	-2,2	-3,3	-3,9	-4,2	-4,3
Румыния	-5,8	-8,4	-8,6	-10,4	-13,4	-11,6	-4,2	-4,2	-5,0	-5,2	-5,0
Сербия	-7,2	-12,1	-8,7	-10,2	-16,0	-21,1	-6,9	-7,1	-7,4	-6,6	-5,1
Турция	-2,5	-3,7	-4,6	-6,1	-5,9	-5,7	-2,3	-6,5	-8,0	-8,2	-8,4
<b>Содружество Независимых Государств<sup>1</sup></b>	<b>6,2</b>	<b>8,2</b>	<b>8,7</b>	<b>7,4</b>	<b>4,2</b>	<b>4,9</b>	<b>2,5</b>	<b>3,8</b>	<b>4,7</b>	<b>3,2</b>	<b>0,4</b>
Россия	8,2	10,1	11,1	9,5	5,9	6,2	4,1	4,9	5,6	3,9	0,3
Кроме России	0,2	2,2	1,3	0,6	-1,3	0,8	-2,0	0,7	2,0	0,7	0,8
Армения	-6,8	-0,5	-1,0	-1,8	-6,4	-11,8	-16,0	-13,7	-12,4	-11,3	-8,5
Азербайджан	-27,8	-29,8	1,3	17,6	27,3	35,5	23,6	27,7	28,4	24,2	17,2
Беларусь	-2,4	-5,3	1,4	-3,9	-6,7	-8,6	-13,0	-15,5	-15,7	-15,2	-12,0
Грузия	-9,6	-6,9	-11,1	-15,1	-19,7	-22,6	-11,2	-9,8	-13,0	-12,0	-6,1
Казахстан	-0,9	0,8	-1,8	-2,5	-8,1	4,6	-3,7	2,5	5,8	4,2	1,5
Кыргызская Республика	1,7	4,9	2,8	-3,1	-0,2	-8,1	2,0	-7,4	-6,7	-7,8	-3,9
Молдова	-6,6	-1,8	-7,6	-11,4	-15,3	-16,3	-8,5	-10,9	-11,1	-11,2	-9,3
Монголия	-7,1	1,3	1,3	6,5	6,3	-12,9	-9,0	-15,2	-13,3	-14,0	13,2
Таджикистан	-1,3	-3,9	-1,7	-2,8	-8,6	-7,6	-5,9	2,2	-4,1	-7,2	-4,3
Туркменистан	2,7	0,6	5,1	15,7	15,5	16,5	-16,1	-11,4	-4,7	-3,9	6,1
Украина	5,8	10,6	2,9	-1,5	-3,7	-7,1	-1,5	-1,9	-3,6	-3,8	-2,9
Узбекистан	5,8	7,2	7,7	9,1	7,3	8,7	2,2	6,7	10,0	6,7	2,7

**Таблица A12. Страны с формирующимся рынком и развивающиеся страны: сальдо счета текущих операций (продолжение)**

	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	Прогнозы		
									2011	2012	2016
<b>Развивающиеся страны Азии</b>	<b>2,8</b>	<b>2,6</b>	<b>4,1</b>	<b>6,0</b>	<b>6,9</b>	<b>5,9</b>	<b>4,1</b>	<b>3,3</b>	<b>3,3</b>	<b>3,6</b>	<b>4,8</b>
Исламская Респ. Афганистан	-16,5	-4,7	-2,7	-5,7	0,9	-1,6	-2,6	2,0	-0,7	-3,6	-7,4
Бангладеш	0,3	-0,3	0,0	1,2	1,1	1,9	3,3	1,4	-1,0	-1,2	-0,2
Бутан	-22,5	-17,6	-28,7	-4,2	12,1	-2,2	-9,2	-5,2	-12,0	-18,1	-19,0
Бруней-Даруссалам	50,6	48,3	52,7	56,4	51,1	54,3	40,2	42,8	44,6	44,5	50,9
Камбоджа	-3,6	-2,2	-3,8	-0,6	-2,5	-6,2	-5,2	-4,3	-11,4	-10,0	-4,7
Китай	2,8	3,6	7,1	9,3	10,6	9,6	6,0	5,2	5,7	6,3	7,8
Фиджи	-6,4	-12,6	-9,9	-18,7	-13,6	-17,9	-7,9	-7,1	-8,9	-8,5	-6,4
Индия	1,5	0,1	-1,3	-1,0	-0,7	-2,0	-2,8	-3,2	-3,7	-3,8	-1,6
Индонезия	3,5	0,6	0,1	3,0	2,4	0,0	2,6	0,9	0,9	0,4	-1,0
Кирибати	-15,0	-21,8	-41,7	-24,2	-29,4	-34,7	-29,8	-23,1	-28,9	-23,7	-21,3
Лаосская НДР	-13,1	-17,8	-18,1	-11,2	-15,9	-18,5	-17,6	-10,2	-13,6	-15,4	-16,3
Малайзия	12,0	12,1	15,0	16,4	15,9	17,5	16,5	11,8	11,4	10,8	8,6
Мальдивские Острова	-3,4	-11,6	-27,6	-23,4	-29,3	-36,9	-23,5	-26,9	-30,4	-28,0	-30,9
Мьянма	-1,0	2,4	3,7	7,1	0,6	-2,2	-1,3	-2,0	-3,5	-4,5	5,1
Непал	2,4	2,7	2,0	2,1	-0,1	2,7	4,2	-2,7	-1,0	-1,0	-0,3
Пакистан	4,9	1,8	-1,4	-3,9	-4,8	-8,5	-5,7	-2,3	-1,5	-2,4	-4,4
Папуа-Новая Гвинея	4,3	2,1	6,1	9,2	3,3	10,1	-7,6	-23,7	-24,2	-17,6	10,3
Филиппины	0,4	1,9	2,0	4,5	4,9	2,2	5,8	4,5	2,9	2,8	0,9
Самоа	-8,3	-8,4	-9,6	-11,1	-15,9	-6,2	-2,0	-8,0	-13,1	-8,9	-2,4
Соломоновы Острова	6,3	16,3	-7,0	-9,3	-13,8	-19,3	-17,9	-25,6	-16,8	-15,2	-39,4
Шри-Ланка	-0,4	-3,1	-2,5	-5,3	-4,3	-9,8	-0,5	-3,5	-4,1	-4,5	-5,0
Таиланд	3,4	1,7	-4,3	1,1	6,3	0,8	8,3	4,6	2,7	1,9	2,0
Тимор-Лешти	-15,1	21,1	78,8	165,5	329,0	455,6	245,4	227,1	196,9	167,6	63,7
Тонга	0,7	0,4	-5,2	-8,1	-8,6	-11,7	-11,1	-9,4	-11,3	-11,2	-6,9
Тувалу	-34,5	-4,5	21,7	-1,5	-1,9	-10,2	-5,2	-24,1	6,3	-3,4	5,1
Вануату	-5,9	-4,5	-8,7	-6,5	-7,0	-11,1	-8,2	-5,9	-5,7	-6,0	-6,0
Вьетнам	-4,9	-3,5	-1,1	-0,3	-9,8	-11,9	-6,6	-3,8	-4,0	-3,9	-3,5

**Таблица A12. Страны с формирующимся рынком и развивающиеся страны: сальдо счета текущих операций (продолжение)**

	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	Прогнозы		
									2011	2012	2016
<b>Латинская Америка и Карибский бассейн</b>	<b>0,5</b>	<b>1,0</b>	<b>1,4</b>	<b>1,6</b>	<b>0,4</b>	<b>-0,7</b>	<b>-0,6</b>	<b>-1,2</b>	<b>-1,4</b>	<b>-1,8</b>	<b>-2,4</b>
Антигуа и Барбуда	-12,9	-14,5	-21,7	-31,4	-34,3	-30,5	-22,5	-13,9	-18,6	-18,2	-24,3
Аргентина	6,3	1,7	2,6	3,2	2,3	1,3	1,8	0,9	0,1	-0,5	-0,9
Багамские Острова	-5,4	-2,8	-9,9	-19,6	-17,8	-15,9	-11,7	-12,4	-15,0	-14,3	-12,0
Барбадос	-5,6	-10,6	-10,7	-6,9	-4,5	-9,6	-5,5	-7,4	-6,7	-6,0	-4,7
Белиз	-18,2	-14,7	-13,6	-2,1	-4,1	-9,8	-8,4	-2,7	-8,1	-6,7	-7,3
Боливия	1,0	3,8	6,5	11,3	12,0	12,1	4,7	4,8	3,8	4,4	2,9
Бразилия	0,8	1,8	1,6	1,2	0,1	-1,7	-1,5	-2,3	-2,6	-3,0	-3,6
Чили	-1,1	2,2	1,2	4,9	4,5	-1,9	1,6	1,9	0,5	-1,3	-2,5
Колумбия	-0,9	-0,6	-1,1	-1,9	-2,9	-3,0	-2,2	-3,1	-2,1	-2,2	-1,8
Коста-Рика	-5,0	-4,3	-4,9	-4,5	-6,3	-9,3	-2,0	-3,6	-4,5	-4,7	-5,1
Доминика	-20,0	-20,4	-26,0	-15,7	-25,0	-31,8	-28,1	-28,0	-29,2	-27,5	-22,5
Доминиканская Республика	5,1	4,8	-1,4	-3,6	-5,3	-9,9	-5,0	-8,6	-8,3	-5,4	-4,0
Эквадор	-1,4	-1,6	1,0	3,9	3,6	2,2	-0,7	-4,4	-4,0	-4,0	-4,0
Сальвадор	-4,7	-4,1	-3,5	-4,2	-6,0	-7,6	-1,8	-2,1	-3,8	-3,6	-3,5
Гренада	-25,3	-9,0	-31,3	-33,2	-43,2	-38,7	-33,2	-27,1	-25,3	-27,1	-26,2
Гватемала	-4,7	-4,9	-4,6	-5,0	-5,2	-4,3	0,0	-2,1	-3,3	-4,0	-5,4
Гайана	-5,8	-6,7	-10,1	-13,1	-11,1	-13,1	-9,2	-9,8	-11,9	-22,9	-10,1
Гаити	-1,6	-1,6	2,6	-1,4	-1,5	-4,4	-3,4	-2,3	-4,0	-4,6	-2,9
Гондурас	-6,8	-7,7	-3,0	-3,7	-9,0	-15,4	-3,7	-6,2	-7,3	-7,1	-6,1
Ямайка	-7,6	-6,4	-9,5	-10,0	-16,5	-17,8	-10,9	-8,1	-8,3	-7,7	-4,3
Мексика	-1,0	-0,7	-0,6	-0,5	-0,9	-1,5	-0,7	-0,5	-0,9	-1,1	-1,5
Никарагуа	-16,0	-14,4	-14,9	-13,4	-16,6	-23,3	-11,9	-14,1	-17,6	-16,5	-12,1
Панама	-4,5	-7,5	-4,9	-3,1	-7,2	-11,9	-0,2	-11,2	-12,5	-12,6	-6,8
Парагвай	2,3	2,1	0,2	1,4	1,5	-1,8	0,6	-3,2	-4,1	-3,7	-2,8
Перу	-1,5	0,0	1,4	3,1	1,4	-4,2	0,2	-1,5	-2,1	-2,8	-1,4
Сент-Китс и Невис	-34,8	-20,1	-18,3	-20,4	-24,3	-33,2	-34,0	-27,5	-30,5	-28,9	-24,5
Сент-Люсия	-14,7	-10,9	-17,1	-30,2	-31,3	-27,8	-14,4	-16,7	-29,1	-20,8	-16,9
Сент-Винсент и Гренадины	-20,5	-24,4	-22,3	-23,7	-34,6	-35,2	-35,0	-33,6	-37,5	-34,3	-25,2
Суринам	-18,0	-10,3	-13,0	7,8	10,7	9,6	-1,1	1,0	0,4	-0,2	0,1
Тринидад и Тобаго	8,7	12,4	22,5	39,6	24,8	31,3	9,0	17,6	18,7	19,2	17,9
Уругвай	-0,7	0,0	0,2	-2,0	-0,9	-4,7	0,6	0,5	-1,0	-1,6	-1,9
Венесуэла	14,1	13,8	17,7	14,8	8,8	12,0	2,6	4,9	7,0	6,3	2,0
<b>Ближний Восток и Северная Африка</b>	<b>6,6</b>	<b>9,5</b>	<b>16,1</b>	<b>17,9</b>	<b>14,4</b>	<b>14,9</b>	<b>2,4</b>	<b>6,5</b>	<b>12,7</b>	<b>11,2</b>	<b>9,3</b>
Алжир	13,0	13,0	20,5	24,7	22,8	20,2	0,3	9,4	17,8	17,4	14,6
Бахрейн	2,0	4,2	11,0	13,8	15,7	10,2	2,9	4,6	13,0	13,4	10,3
Джибути	3,4	-1,3	-3,2	-11,5	-21,4	-24,3	-9,1	-6,7	-15,4	-18,8	-17,4
Египет	2,4	4,3	3,2	1,6	2,1	0,5	-2,3	-2,0	-2,7	-2,3	-1,4
Исламская Республика Иран	0,6	0,6	8,8	9,2	11,9	7,3	4,2	6,0	11,7	10,4	6,8
Ирак	...	...	6,2	19,0	12,5	12,8	-26,6	-6,2	-3,2	-0,7	15,8
Иордания	11,5	0,1	-18,0	-11,0	-16,9	-9,0	-6,3	-5,4	-8,5	-8,7	-4,6
Кувейт	19,7	26,2	37,2	44,6	36,8	40,5	26,1	31,8	39,4	39,4	41,8
Ливан	-13,0	-15,3	-13,4	-5,3	-6,8	-9,2	-9,4	-10,2	-12,9	-12,8	-9,8
Ливия <sup>2</sup>	8,4	20,3	39,6	49,7	41,7	41,7	15,6	16,0	...	...	...
Мавритания	-13,6	-34,6	-47,2	-1,3	-18,3	-15,8	-12,3	-4,9	-6,9	-5,0	-7,3
Марокко	3,2	1,7	1,8	2,2	-0,1	-5,2	-4,9	-4,2	-5,7	-4,1	-1,8
Оман	2,4	4,5	16,8	15,4	5,9	8,3	-0,6	11,6	14,9	14,7	12,3
Катар	25,3	22,4	30,9	25,3	25,0	29,2	10,2	18,7	36,1	34,0	26,2
Саудовская Аравия	13,1	20,8	28,5	27,8	24,3	27,8	6,1	8,7	19,8	13,8	6,2
Судан	-7,9	-6,5	-11,1	-15,2	-12,5	-9,0	-12,4	-8,5	-5,5	-6,6	-6,5
Сирийская Арабская Республика	-12,5	-1,6	-2,3	-2,3	-3,6	-2,8	-5,7	-4,4	-4,6	-4,8	-5,0
Тунис	-2,7	-2,4	-0,9	-1,8	-2,4	-3,8	-2,8	-4,8	-7,8	-5,8	-1,6
Объединенные Арабские Эмираты	5,2	5,6	11,6	15,4	6,0	7,4	3,0	7,7	10,4	10,5	11,2
Йеменская Республика	1,5	1,6	3,8	1,1	-7,0	-4,6	-10,2	-4,4	-4,0	-4,0	-4,4

Таблица А12. Страны с формирующимся рынком и развивающиеся страны: сальдо счета текущих операций (окончание)

	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	Прогнозы		
									2011	2012	2016
<b>Африка к югу от Сахары</b>	<b>-2,8</b>	<b>-1,4</b>	<b>-0,5</b>	<b>4,3</b>	<b>1,3</b>	<b>0,0</b>	<b>-2,4</b>	<b>-2,4</b>	<b>0,4</b>	<b>0,4</b>	<b>-0,6</b>
Ангола	-5,6	3,8	18,2	27,5	15,7	8,6	-10,0	-1,8	6,2	9,5	4,4
Бенин	-9,4	-7,0	-6,3	-5,3	-10,1	-8,0	-8,9	-6,3	-5,3	-6,8	-5,2
Ботсвана	5,7	3,5	15,2	17,2	15,0	7,5	-5,5	-2,5	-2,4	0,0	4,0
Буркина-Фасо	-9,0	-11,0	-11,6	-9,1	-8,2	-11,5	-4,9	-4,2	-4,1	-7,6	-5,6
Бурунди	-4,6	-8,4	-1,2	-14,5	-24,6	-15,0	-16,1	-12,0	-15,8	-14,9	-17,2
Камерун	-1,8	-3,4	-3,4	1,6	1,4	-0,8	-3,7	-3,9	-3,1	-3,0	-2,9
Кабо-Верде	-11,1	-14,3	-3,5	-5,4	-14,7	-15,7	-15,3	-11,8	-18,0	-15,7	-7,9
Центральноафриканская Республика	-2,2	-1,8	-6,5	-3,0	-6,2	-10,4	-7,9	-8,7	-9,1	-8,5	-6,6
Чад	-49,0	-17,1	2,4	-9,0	1,1	-0,1	-22,1	-21,3	-8,0	-6,1	-4,3
Коморские Острова	-3,2	-4,6	-7,4	-6,7	-6,3	-11,1	-9,0	-6,8	-12,1	-10,1	-6,8
Демократическая Республика Конго	0,9	-3,0	-13,3	-2,7	-1,1	-17,5	-10,5	-6,8	-2,8	-0,7	1,1
Республика Конго	2,5	-7,6	2,0	2,0	-8,0	1,2	-8,9	2,7	12,5	16,0	6,1
Кот-д'Ивуар <sup>3</sup>	2,1	1,6	0,2	2,8	-0,7	1,9	7,4	3,9	...	...	...
Экваториальная Гвинея	-33,3	-21,6	-6,2	7,1	4,3	9,1	-17,1	-23,8	-10,2	-9,0	-5,6
Эритрея	9,7	-0,7	0,3	-3,6	-6,1	-5,5	-7,6	-5,8	-0,9	0,2	-1,3
Эфиопия	-1,3	-1,4	-6,3	-9,1	-4,5	-5,6	-5,0	-4,3	-8,1	-8,1	-4,2
Габон	9,5	11,2	22,9	15,6	17,3	23,7	7,9	11,8	17,0	15,3	5,9
Гамбия	-7,3	-7,0	-13,4	-10,2	-9,6	-12,7	-9,9	-12,0	-12,0	-12,8	-13,8
Гана	-1,1	-2,5	-5,1	-6,2	-8,0	-10,8	-4,0	-7,2	-6,8	-5,2	-2,3
Гвинея	-0,8	-2,8	-0,4	7,0	-10,3	-7,5	-10,8	-12,7	-11,4	-12,1	-14,4
Гвинея-Бисау	-0,5	1,4	-2,1	-5,6	-4,4	-4,9	-6,0	-6,2	-5,7	-4,3	-1,5
Кения	-0,2	0,1	-1,5	-2,3	-4,0	-6,7	-5,6	-7,9	-9,3	-7,9	-4,0
Лесото	-13,9	-5,5	-7,6	4,7	13,9	7,9	-0,5	-16,2	-23,4	-17,8	-11,8
Либерия	-24,4	-20,2	-37,4	-13,9	-31,4	-57,3	-38,3	-44,1	-37,6	-65,5	-7,0
Мадагаскар	-6,0	-9,2	-10,6	-8,8	-12,7	-20,6	-20,7	-13,4	-7,1	-6,4	0,3
Малави	-11,7	-11,2	-14,7	-12,5	1,0	-10,2	-5,8	-1,3	-3,8	-3,7	-2,0
Мали	-7,0	-7,9	-8,5	-4,1	-6,9	-12,7	-7,5	-8,5	-6,8	-8,0	-7,8
Маврикий	1,6	-1,8	-5,0	-9,1	-5,4	-10,1	-7,4	-9,5	-11,6	-9,6	-3,5
Мозамбик	-17,5	-10,7	-11,6	-10,7	-9,7	-11,9	-10,5	-12,7	-12,0	-12,1	-12,2
Намибия	6,1	7,0	4,7	13,9	9,1	2,7	-0,7	-1,1	-0,9	-3,3	0,7
Нигер	-7,5	-7,3	-8,9	-8,6	-8,2	-13,0	-28,7	-30,7	-22,7	-14,1	-4,0
Нигерия	-5,9	5,7	6,5	26,5	18,7	15,4	13,0	6,4	14,6	13,3	9,0
Руанда	-2,5	1,8	1,0	-4,3	-2,2	-4,9	-8,5	-6,8	-9,2	-6,2	-3,3
Сан-Томе и Принсипи	-14,1	-16,2	-9,5	-27,5	-37,6	-37,8	-28,0	-32,0	-44,7	-42,5	-24,9
Сенегал	-6,4	-6,9	-9,0	-9,5	-11,8	-14,3	-7,7	-8,3	-11,5	-10,8	-8,2
Сейшельские Острова	0,2	-5,8	-18,8	-13,2	-20,5	-48,9	-40,0	-50,7	-32,7	-18,6	-2,1
Сьерра-Леоне	-4,8	-5,8	-7,1	-5,6	-5,5	-11,5	-8,4	-9,7	-11,9	-11,4	-9,2
Южная Африка	-1,0	-3,0	-3,5	-5,3	-7,0	-7,1	-4,1	-2,8	-4,4	-5,1	-6,0
Свазиленд	1,4	-0,3	-7,6	-10,3	-5,2	-11,1	-16,8	-20,6	-16,0	-12,9	-7,5
Танзания	-0,2	-2,5	-3,8	-7,6	-10,0	-11,1	-10,2	-8,6	-9,5	-10,7	-7,2
Того	-10,8	-10,0	-9,9	-8,4	-8,7	-9,6	-6,9	-7,9	-8,4	-7,4	-6,1
Уганда	-4,7	0,1	-1,4	-3,4	-3,1	-3,1	-6,8	-9,9	-10,6	-9,2	-4,1
Замбия	-14,3	-10,4	-8,5	-0,4	-6,5	-7,2	4,2	3,8	5,9	3,3	0,0
Зимбабве <sup>4</sup>	...	...	-10,9	-8,6	-7,2	-23,2	-24,4	-18,3	-17,5	-17,5	-12,9

<sup>1</sup>Грузия и Монголия, которые не являются членами Содружества Независимых Государств, включены в эту группу в силу их географического положения и схожих характеристик структуры экономики.

<sup>2</sup>Прогнозы для Ливии не включены ввиду неопределенности политической ситуации.

<sup>3</sup>Прогнозы для Кот-д'Ивуар не включены ввиду неопределенности политической ситуации.

<sup>4</sup>Зимбабвийский 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 потоки<sup>1</sup>**

(В миллиардах долларов США)

	Среднее									Прогнозы	
	2000–02	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012
<b>Страны с формирующимся рынком и развивающиеся страны</b>											
Частные финансовые потоки, нетто	76,6	172,9	226,4	291,2	252,1	694,7	230,3	236,6	470,1	388,1	411,5
Частные прямые инвестиции, нетто	155,5	146,0	187,7	252,7	258,1	418,3	439,6	247,7	371,1	357,7	378,7
Частные портфельные потоки, нетто	-33,9	0,0	16,2	35,1	-40,5	89,2	-57,9	120,2	162,2	69,0	93,2
Другие частные финансовые потоки, нетто	-45,0	26,9	22,5	3,4	34,5	187,2	-151,4	-131,4	-63,2	-38,5	-60,4
Официальные финансовые потоки, нетто <sup>2</sup>	-17,0	-47,6	-51,3	-104,0	-167,5	-100,9	-102,2	125,4	87,5	-41,0	-91,0
Изменение резервов <sup>3</sup>	-109,4	-321,5	-410,9	-587,9	-749,8	-1 214,6	-735,9	-503,8	-885,4	-969,8	-938,1
<i>Для справки</i>											
Счет текущих операций <sup>4</sup>	75,0	145,2	219,7	443,0	661,5	649,7	704,2	326,6	378,1	646,5	635,9
<b>Центральная и Восточная Европа</b>											
Частные финансовые потоки, нетто	21,0	38,5	50,0	101,9	117,3	183,4	153,4	29,0	75,4	119,5	139,7
Частные прямые инвестиции, нетто	14,8	14,6	30,6	37,8	64,1	74,8	66,4	31,2	22,3	39,4	43,4
Частные портфельные потоки, нетто	1,4	5,1	15,4	20,8	0,6	-3,3	-9,8	10,0	28,9	34,5	27,8
Другие частные финансовые потоки, нетто	4,8	18,8	4,0	43,3	52,6	112,0	96,8	-12,2	24,2	45,7	68,4
Официальные финансовые потоки, нетто <sup>2</sup>	4,9	5,0	9,7	3,5	4,8	-6,7	21,9	52,2	38,5	23,0	8,4
Изменение резервов <sup>3</sup>	-4,6	-10,9	-12,8	-43,6	-32,4	-36,8	-4,1	-29,0	-35,1	-40,0	-30,8
<b>Содружество Независимых Государств<sup>5</sup></b>											
Частные финансовые потоки, нетто	-4,6	20,9	5,6	29,1	51,6	129,2	-96,2	-62,0	-23,7	6,2	10,7
Частные прямые инвестиции, нетто	4,1	5,4	13,2	11,7	21,3	28,3	52,2	16,6	19,0	29,0	32,8
Частные портфельные потоки, нетто	1,3	2,0	4,7	3,9	4,9	19,5	-31,4	-9,5	5,5	6,8	5,1
Другие частные финансовые потоки, нетто	-10,0	13,4	-12,3	13,5	25,4	81,4	-117,0	-69,1	-48,2	-29,6	-27,2
Официальные финансовые потоки, нетто <sup>2</sup>	-4,3	-11,2	-10,1	-18,3	-25,4	-6,0	-19,0	42,5	1,2	3,6	0,0
Изменение резервов <sup>3</sup>	-16,7	-32,7	-54,9	-77,1	-127,8	-168,0	27,0	-7,9	-54,5	-114,8	-90,4
<b>Страны Азии с формирующимся рынком</b>											
Частные финансовые потоки, нетто	25,4	81,7	144,0	90,0	50,2	190,0	49,4	162,6	280,7	169,7	125,2
Частные прямые инвестиции, нетто	50,8	58,5	68,3	93,9	85,7	153,7	134,5	66,8	175,3	110,1	108,1
Частные портфельные потоки, нетто	-13,6	22,1	39,2	16,7	-44,5	68,7	21,2	58,2	82,6	66,3	68,6
Другие частные финансовые потоки, нетто	-11,9	1,1	36,5	-20,5	8,9	-32,4	-106,3	37,7	22,9	-6,7	-51,6
Официальные финансовые потоки, нетто <sup>2</sup>	-5,4	-18,3	-0,6	-2,9	1,3	0,4	-5,4	17,2	16,6	13,2	11,8
Изменение резервов <sup>3</sup>	-63,0	-188,6	-243,0	-277,8	-355,3	-616,3	-505,0	-453,0	-581,7	-541,4	-567,4
<b>Латинская Америка и Карибский бассейн</b>											
Частные финансовые потоки, нетто	38,8	17,0	16,7	46,8	39,5	110,0	66,3	33,1	104,3	131,1	137,8
Частные прямые инвестиции, нетто	64,4	37,3	50,8	56,7	33,0	91,5	97,4	68,8	75,3	112,3	123,4
Частные портфельные потоки, нетто	-9,9	-12,5	-23,1	3,1	16,5	39,5	-12,8	34,7	71,5	39,0	42,8
Другие частные финансовые потоки, нетто	-15,7	-7,8	-11,0	-13,1	-10,0	-21,0	-18,3	-70,3	-42,5	-20,1	-28,4
Официальные финансовые потоки, нетто <sup>2</sup>	11,1	5,1	-10,7	-39,6	-55,1	-6,6	1,8	44,1	48,5	37,1	38,2
Изменение резервов <sup>3</sup>	-1,1	-32,5	-23,3	-36,1	-52,5	-133,9	-50,7	-49,3	-103,7	-85,8	-64,8
<b>Ближний Восток и Северная Африка</b>											
Частные финансовые потоки, нетто	-7,5	11,0	-3,6	2,5	-19,7	54,0	33,0	49,5	11,6	-75,3	-40,2
Частные прямые инвестиции, нетто	9,9	17,7	13,1	35,3	44,9	47,1	57,2	36,4	52,7	34,8	39,6
Частные портфельные потоки, нетто	-10,2	-15,6	-23,6	-12,8	-29,9	-43,2	-3,4	22,9	-28,4	-82,2	-63,4
Другие частные финансовые потоки, нетто	-7,1	8,9	6,9	-20,0	-34,8	50,2	-20,8	-9,8	-12,8	-27,9	-16,4
Официальные финансовые потоки, нетто <sup>2</sup>	-21,9	-27,0	-36,4	-38,9	-58,5	-75,7	-101,7	-41,3	-37,5	-124,9	-157,5
Изменение резервов <sup>3</sup>	-21,3	-57,0	-58,1	-129,7	-151,5	-230,8	-185,2	26,0	-106,3	-158,6	-152,8
<b>Африка к югу от Сахары</b>											
Частные финансовые потоки, нетто	3,4	3,7	13,7	20,9	13,3	28,1	24,5	24,4	21,7	36,9	38,2
Частные прямые инвестиции, нетто	11,5	12,5	11,6	17,3	8,9	23,0	31,9	28,0	26,4	32,2	31,4
Частные портфельные потоки, нетто	-2,9	-1,2	3,6	3,3	11,9	8,0	-21,6	4,0	2,0	4,5	12,2
Другие частные финансовые потоки, нетто	-5,1	-7,5	-1,6	0,2	-7,5	-3,0	14,2	-7,6	-6,7	0,2	-5,3
Официальные финансовые потоки, нетто <sup>2</sup>	-1,4	-1,3	-3,2	-7,8	-34,5	-6,2	0,3	10,7	20,2	6,9	8,0
Изменение резервов <sup>3</sup>	-2,7	0,2	-18,7	-23,6	-30,3	-28,8	-17,9	9,4	-4,1	-29,2	-32,0
<i>Для справки</i>											
<b>Страны-экспортеры топлива</b>											
Частные финансовые потоки, нетто	-20,6	19,3	-6,0	6,3	-2,2	117,2	-132,1	-58,4	-62,0	-115,3	-100,9
<b>Другие страны</b>											
Частные финансовые потоки, нетто	97,2	153,6	232,3	284,9	254,4	577,5	362,4	295,0	532,1	503,4	512,3

<sup>1</sup>Чистые финансовые потоки включают чистые прямые инвестиции, чистые портфельные инвестиции и другие чистые официальные и частные финансовые потоки, а также изменения резервов.

<sup>2</sup>Исключая гранты и включая операции с внешними активами и обязательствами официальных агентств.

<sup>3</sup>Знак «минус» означает увеличение.

<sup>4</sup>Сумма 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.

<sup>5</sup>Грузия 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 потоки<sup>1</sup>

(В миллиардах долларов США)

	Среднее									Прогнозы	
	2000–02	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012
<b>Страны с формирующимся рынком и развивающиеся страны</b>											
Частные финансовые потоки, нетто	76,6	172,9	226,4	291,2	252,1	694,7	230,3	236,6	470,1	388,1	411,5
Активы	-111,7	-124,3	-263,4	-373,9	-743,6	-949,2	-576,7	-247,0	-433,2	-425,0	-498,4
Обязательства	187,9	295,6	489,3	664,2	994,1	1 642,6	803,7	484,3	902,7	812,6	908,1
<b>Центральная и Восточная Европа</b>											
Частные финансовые потоки, нетто	21,0	38,5	50,0	101,9	117,3	183,4	153,4	29,0	75,4	119,5	139,7
Активы	-6,7	-10,2	-30,0	-17,8	-56,3	-44,3	-28,8	-10,7	-7,5	7,6	-2,0
Обязательства	27,8	48,6	80,0	119,6	173,4	226,9	181,3	39,8	82,7	111,8	141,7
<b>Содружество Независимых Государств<sup>2</sup></b>											
Частные финансовые потоки, нетто	-4,6	20,9	5,6	29,1	51,6	129,2	-96,2	-62,0	-23,7	6,2	10,7
Активы	-19,5	-24,4	-53,1	-80,5	-100,4	-160,7	-265,0	-73,3	-91,5	-78,8	-85,5
Обязательства	14,9	45,3	58,6	109,6	151,9	289,9	168,8	11,3	67,8	84,9	96,2
<b>Развивающиеся страны Азии</b>											
Частные финансовые потоки, нетто	25,4	81,7	144,0	90,0	50,2	190,0	49,4	162,6	280,7	169,7	125,2
Активы	-34,8	-23,5	-53,2	-114,5	-226,3	-245,9	-167,0	-82,7	-112,9	-132,7	-195,1
Обязательства	59,8	104,8	197,0	204,5	275,5	435,7	215,5	245,6	394,1	303,6	320,5
<b>Латинская Америка и Карибский бассейн</b>											
Частные финансовые потоки, нетто	38,8	17,0	16,7	46,8	39,5	110,0	66,3	33,1	104,3	131,1	137,8
Активы	-30,8	-33,6	-45,5	-49,8	-90,6	-114,1	-76,0	-92,7	-161,7	-90,6	-92,3
Обязательства	69,3	49,4	61,8	95,9	129,9	223,9	141,0	126,4	265,5	221,1	229,1
<b>Ближний Восток и Северная Африка</b>											
Частные финансовые потоки, нетто	-7,5	11,0	-3,6	2,5	-19,7	54,0	33,0	49,5	11,6	-75,3	-40,2
Активы	-12,7	-22,5	-71,3	-93,6	-237,3	-356,0	-20,9	24,7	-39,2	-115,6	-96,5
Обязательства	5,2	33,5	67,7	96,1	217,6	410,0	53,9	24,7	50,8	40,3	56,4
<b>Африка к югу от Сахары</b>											
Частные финансовые потоки, нетто	3,4	3,7	13,7	20,9	13,3	28,1	24,5	24,4	21,7	36,9	38,2
Активы	-7,3	-10,1	-10,4	-17,7	-32,7	-28,2	-18,9	-12,3	-20,4	-14,9	-26,9
Обязательства	10,9	13,8	24,2	38,5	45,7	56,2	43,2	36,5	41,7	50,9	64,1

<sup>1</sup>Частные финансовые потоки включают прямые инвестиции, портфельные инвестиции и другие потоки долго- и краткосрочных инвестиций.<sup>2</sup>Грузия 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. Страны с формирующимся рынком и развивающиеся страны: резервы<sup>1</sup>**

	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	Прогнозы	
									2011	2012
<i>В миллиардах долларов США</i>										
<b>Страны с формирующимся рынком и развивающиеся страны</b>	<b>1 341,4</b>	<b>1 792,0</b>	<b>2 304,4</b>	<b>3 073,3</b>	<b>4 368,6</b>	<b>4 950,4</b>	<b>5 596,9</b>	<b>6 481,2</b>	<b>7 450,8</b>	<b>8 388,4</b>
<b>Региональные группы</b>										
Центральная и Восточная Европа	114,5	134,0	164,3	208,9	264,8	261,5	300,4	335,5	375,6	406,4
Содружество Независимых Государств <sup>2</sup>	91,8	148,2	213,8	355,2	547,8	502,1	512,2	566,8	681,5	771,9
Россия	73,8	121,5	176,5	296,2	467,6	412,7	417,8	456,2	544,2	614,2
Кроме России	18,0	26,7	37,3	59,0	80,3	89,4	94,5	110,5	137,3	157,7
Развивающиеся страны Азии	670,3	934,6	1 156,1	1 489,4	2 128,7	2 533,9	3 077,7	3 658,4	4 199,5	4 766,4
Китай	409,2	615,5	822,5	1 069,5	1 531,3	1 950,3	2 417,9	2 889,6	3 353,4	3 841,6
Индия	99,5	127,2	132,5	171,3	267,6	248,0	266,2	292,3	301,2	305,8
Кроме Китая и Индии	161,6	191,8	201,1	248,5	329,8	335,6	393,7	476,5	544,9	619,0
Латинская Америка и Карибский бассейн	195,4	220,6	255,3	310,3	445,1	497,3	547,8	651,4	737,3	802,0
Бразилия	48,9	52,5	53,3	85,2	179,5	192,9	237,4	287,5	340,1	387,9
Мексика	59,0	64,1	74,1	76,3	87,1	95,1	99,6	120,3	130,3	140,3
Ближний Восток и Северная Африка	230,3	293,8	434,1	595,5	836,9	999,5	1 001,2	1 107,5	1 266,1	1 418,9
Африка к югу от Сахары	39,1	60,7	80,9	114,0	145,2	156,2	157,5	161,6	190,8	222,8
Кроме Нигерии и Южной Африки	25,3	30,4	33,8	48,4	64,0	72,4	77,3	85,7	99,2	117,3
<b>Аналитические группы</b>										
<b>По источникам экспортных доходов</b>										
Топливо	291,7	419,1	612,9	927,2	1 343,1	1 473,5	1 442,6	1 592,5	1 890,9	2 145,5
Товары, кроме топлива,	1 049,6	1 372,9	1 691,5	2 146,1	3 025,5	3 477,0	4 154,3	4 888,8	5 559,9	6 242,9
в том числе первичные продукты	31,8	35,4	38,7	46,8	58,4	71,3	82,3	99,8	124,9	135,3
<b>По источникам внешнего финансирования</b>										
Страны – чистые дебиторы,	564,5	664,8	773,6	971,5	1 350,7	1 399,1	1 585,5	1 820,1	2 003,7	2 168,9
в том числе официальное финансирование	11,7	14,3	31,9	34,8	41,5	44,3	54,8	58,8	65,7	72,1
<b>Страны – чистые дебиторы по состоянию обслуживания долга</b>										
Страны, имевшие просроченную задолженность, и/или страны, которым предоставлялось реоформление долга, в период с 2005 по 2009 год	35,9	46,4	60,1	73,2	101,5	105,2	119,6	129,7	141,9	154,8
<b>Другие группы</b>										
Бедные страны с высоким уровнем задолженности	18,6	23,3	24,3	31,4	41,5	45,1	54,5	61,1	70,1	81,3

Таблица А15. Страны с формирующимся рынком и развивающиеся страны: резервы (окончание)

	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	Прогнозы	
									2011	2012
<i>Отношение резервов к импорту товаров и услуг<sup>3</sup></i>										
<b>Страны с формирующимся рынком и развивающиеся страны</b>	<b>59,6</b>	<b>62,6</b>	<b>67,2</b>	<b>75,5</b>	<b>87,0</b>	<b>80,0</b>	<b>109,3</b>	<b>102,0</b>	<b>100,2</b>	<b>101,9</b>
<b>Региональные группы</b>										
Центральная и Восточная Европа	38,4	34,3	36,1	37,8	37,6	30,7	49,8	48,0	45,8	45,5
Содружество Независимых Государств <sup>2</sup>	52,2	65,1	76,6	100,9	115,4	81,1	118,1	103,7	99,5	101,2
Россия	71,5	93,0	107,4	141,7	165,5	112,3	164,8	136,5	129,4	130,9
Кроме России	24,7	27,5	32,5	41,3	41,8	35,5	52,4	52,1	51,9	53,8
Развивающиеся страны Азии	74,4	79,4	81,7	89,5	107,1	106,2	144,7	131,0	129,4	129,4
Китай	91,1	101,5	115,5	125,4	148,0	158,2	217,2	189,3	189,8	187,4
Индия	107,1	97,0	72,8	75,5	95,1	71,3	73,8	68,4	60,6	54,4
Кроме Китая и Индии	44,9	43,6	38,6	42,5	49,0	41,7	60,2	56,8	55,5	57,8
Латинская Америка и Карибский бассейн	47,2	44,4	43,4	44,8	53,9	49,7	70,4	65,3	61,8	62,5
Бразилия	76,8	65,6	54,4	70,7	113,8	87,6	135,9	117,6	113,0	121,5
Мексика	31,4	29,8	30,5	27,4	28,5	28,5	38,7	36,8	33,0	32,7
Ближний Восток и Северная Африка	72,9	74,7	89,9	103,7	113,6	104,5	117,2	118,5	119,9	123,4
Африка к югу от Сахары	27,4	34,8	38,4	48,1	49,3	42,0	48,8	42,3	43,6	48,0
Кроме Нигерии и Южной Африки	34,9	34,0	31,4	40,0	41,7	35,3	39,8	39,3	39,3	43,6
<b>Аналитические группы</b>										
<b>По источникам экспортных доходов</b>										
Топливо	66,7	76,8	89,6	112,7	123,7	104,9	123,1	118,2	120,1	124,7
Товары, кроме топлива, в том числе первичные продукты	58,0	59,3	61,6	66,0	76,8	72,7	105,2	97,7	94,8	95,8
в том числе первичные продукты	56,7	51,7	45,6	47,9	47,0	43,6	63,6	59,6	60,6	61,0
<b>По источникам внешнего финансирования</b>										
Страны – чистые дебиторы, в том числе официальное финансирование	45,8	42,9	41,7	44,0	50,1	42,4	60,1	56,8	53,0	52,7
в том числе официальное финансирование	21,8	22,1	40,8	38,4	37,3	31,9	42,9	37,4	34,7	35,4
<b>Страны – чистые дебиторы по состоянию обслуживания долга</b>										
Страны, имевшие просроченную задолженность, и/или страны, которым предоставлялось рефинансирование долга, в период с 2005 по 2009 год	31,1	31,3	33,4	34,4	38,5	31,5	43,8	39,0	35,5	35,6
<b>Другие группы</b>										
Бедные страны с высоким уровнем задолженности	32,0	32,1	27,3	30,2	32,7	28,1	38,0	37,1	36,9	40,3

<sup>1</sup>В этой таблице официальные авуары в золоте оцениваются по 35 СДР за унцию. Данное правило приводит к заметному занижению оценки резервов по странам, имеющим значительные авуары в золоте.

<sup>2</sup>Грузия и Монголия, которые не являются членами Содружества Независимых Государств, включены в эту группу в силу их географического положения и схожих характеристик структуры экономики.

<sup>3</sup>Резервы на конец года в процентах импорта товаров и услуг за указанный год.

**Таблица А16. Сводные данные об источниках и использовании мировых сбережений**

(В процентах ВВП)

	Средние								Прогнозы		
	1989–96	1997–2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013–16
<b>Весь мир</b>											
Сбережения	22,1	21,8	22,7	24,0	24,1	23,9	21,6	23,0	24,0	24,7	25,7
Инвестиции	23,1	22,0	22,5	23,2	23,7	23,7	21,7	22,9	23,4	24,1	25,2
<b>Страны с развитой экономикой</b>											
Сбережения	21,9	20,8	20,1	20,8	20,6	19,4	16,9	17,8	18,4	19,2	19,9
Инвестиции	22,5	21,2	21,2	21,6	21,6	20,9	17,8	18,6	19,0	19,6	20,5
Чистое кредитование	-0,6	-0,4	-1,1	-0,8	-1,0	-1,5	-0,9	-0,8	-0,6	-0,4	-0,6
Текущие трансферты	-0,4	-0,6	-0,7	-0,7	-0,8	-0,8	-0,8	-0,8	-0,8	-0,8	-0,7
Факторный доход	-0,5	0,3	0,7	1,0	0,4	0,2	-0,1	0,2	0,4	0,6	0,6
Сальдо ресурсов	0,4	-0,1	-0,9	-1,0	-0,5	-0,7	0,1	0,0	-0,1	-0,1	-0,3
<b>Соединенные Штаты</b>											
Сбережения	15,8	16,6	15,1	16,2	14,3	12,4	10,9	11,6	12,4	14,3	15,4
Инвестиции	18,3	19,7	20,3	20,5	19,6	18,0	14,8	15,9	16,2	17,2	18,5
Чистое кредитование	-2,4	-3,1	-5,2	-4,3	-5,2	-5,6	-4,0	-4,3	-3,8	-2,9	-3,1
Текущие трансферты	-0,4	-0,6	-0,8	-0,7	-0,8	-0,8	-0,9	-0,9	-0,9	-0,8	-0,7
Факторный доход	-0,8	0,9	1,3	2,0	0,6	0,1	-0,4	0,0	0,6	1,3	1,2
Сальдо ресурсов	-1,2	-3,4	-5,7	-5,7	-5,0	-4,9	-2,7	-3,4	-3,5	-3,4	-3,6
<b>Зона евро<sup>1</sup></b>											
Сбережения	...	21,4	21,2	22,0	22,5	21,3	18,7	19,3	19,1	19,4	19,9
Инвестиции	...	20,8	20,8	21,7	22,3	21,8	18,9	19,0	19,1	19,4	19,8
Чистое кредитование	...	0,5	0,4	0,4	0,3	-0,6	-0,2	0,2	-0,1	0,0	0,1
Текущие трансферты <sup>2</sup>	-0,6	-0,7	-0,9	-0,9	-1,0	-1,1	-1,1	-1,1	-1,1	-1,1	-1,1
Факторный доход <sup>2</sup>	-0,7	-0,5	-0,2	0,1	-0,4	-0,7	-0,6	-0,4	-0,5	-0,4	-0,4
Сальдо ресурсов <sup>2</sup>	1,0	1,8	1,6	1,3	1,6	1,1	1,5	1,6	1,6	1,6	1,7
<b>Германия</b>											
Сбережения	22,5	20,2	22,0	24,1	25,9	25,2	21,5	22,8	22,2	22,1	22,1
Инвестиции	23,2	19,7	16,9	17,6	18,3	18,5	16,5	17,5	17,1	17,5	18,1
Чистое кредитование	-0,7	0,5	5,1	6,5	7,6	6,7	5,0	5,3	5,1	4,6	4,1
Текущие трансферты	-1,6	-1,3	-1,3	-1,2	-1,3	-1,4	-1,4	-1,5	-1,5	-1,5	-1,5
Факторный доход	-0,3	-0,3	1,1	1,9	1,8	1,2	1,0	1,0	1,3	1,5	1,8
Сальдо ресурсов	1,1	2,2	5,3	5,7	7,2	6,9	5,4	5,8	5,3	4,5	3,7
<b>Франция</b>											
Сбережения	20,0	21,0	19,8	20,6	21,2	20,1	17,1	17,3	17,3	17,7	18,5
Инвестиции	19,9	19,2	20,3	21,1	22,2	22,0	19,0	19,3	20,1	20,4	20,8
Чистое кредитование	0,2	1,8	-0,5	-0,6	-1,0	-1,9	-1,9	-2,1	-2,8	-2,7	-2,3
Текущие трансферты	-0,6	-1,0	-1,3	-1,2	-1,2	-1,2	-1,4	-1,3	-1,3	-1,3	-1,3
Факторный доход	-0,4	1,1	1,4	1,6	1,6	1,5	1,2	1,5	1,4	1,4	1,4
Сальдо ресурсов	1,2	1,7	-0,6	-1,0	-1,4	-2,2	-1,7	-2,2	-3,0	-2,9	-2,4
<b>Италия</b>											
Сбережения	20,5	20,6	19,0	19,0	19,4	18,3	16,8	16,7	16,5	17,1	18,1
Инвестиции	20,6	20,4	20,7	21,6	21,9	21,2	18,9	20,2	19,9	20,1	20,8
Чистое кредитование	-0,1	0,2	-1,7	-2,6	-2,4	-2,9	-2,1	-3,5	-3,4	-3,0	-2,8
Текущие трансферты	-0,5	-0,5	-0,7	-0,9	-0,9	-1,0	-0,8	-0,8	-0,8	-0,8	-0,8
Факторный доход	-1,5	-1,1	-1,0	-0,9	-1,3	-1,2	-0,7	-0,9	-1,7	-1,6	-1,4
Сальдо ресурсов	1,9	1,7	0,0	-0,8	-0,3	-0,7	-0,6	-1,8	-0,9	-0,6	-0,6
<b>Япония</b>											
Сбережения	32,5	27,6	27,2	27,7	28,5	26,7	22,9	23,8	24,3	24,8	25,2
Инвестиции	30,4	24,8	23,6	23,8	23,7	23,6	20,2	20,2	21,9	22,5	23,0
Чистое кредитование	2,2	2,8	3,6	3,9	4,8	3,2	2,7	3,6	2,4	2,3	2,2
Текущие трансферты	-0,2	-0,2	-0,2	-0,2	-0,3	-0,3	-0,2	-0,2	-0,2	-0,2	-0,1
Факторный доход	0,8	1,5	2,3	2,7	3,1	3,1	2,5	2,4	2,4	2,5	2,8
Сальдо ресурсов	1,5	1,5	1,5	1,4	1,9	0,4	0,5	1,4	0,1	0,0	-0,5
<b>Соединенное Королевство</b>											
Сбережения	15,6	15,8	14,5	14,1	15,6	15,0	11,8	12,4	13,2	14,5	17,3
Инвестиции	17,8	17,4	17,1	17,5	18,2	16,6	13,5	14,8	15,6	16,4	18,5
Чистое кредитование	-2,2	-1,6	-2,6	-3,4	-2,6	-1,6	-1,7	-2,5	-2,4	-1,9	-1,2
Текущие трансферты	-0,7	-0,8	-0,9	-0,9	-1,0	-1,0	-1,1	-1,4	-1,1	-1,1	-1,1
Факторный доход	-0,4	0,9	1,7	0,6	1,4	1,9	1,5	2,2	1,7	1,5	1,3
Сальдо ресурсов	-1,1	-1,7	-3,4	-3,1	-3,1	-2,6	-2,1	-3,3	-3,1	-2,4	-1,4

Таблица А16. Сводные данные об источниках и использовании мировых сбережений (продолжение)

	Средние								Прогнозы		
	1989–96	1997–2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013–16
<b>Канада</b>											
Сбережения	16,5	21,3	24,0	24,4	24,1	23,6	18,1	19,0	18,9	19,2	20,0
Инвестиции	19,3	20,1	22,1	23,0	23,2	23,1	21,0	22,1	21,7	21,9	21,7
Чистое кредитование	-2,8	1,2	1,9	1,4	0,8	0,4	-2,9	-3,1	-2,8	-2,6	-1,8
Текущие трансферты	-0,1	0,1	-0,1	-0,1	-0,1	0,0	-0,1	-0,2	-0,1	-0,1	-0,1
Факторный доход	-3,6	-2,7	-1,7	-0,9	-0,9	-1,0	-0,9	-1,0	-1,3	-1,5	-1,3
Сальдо ресурсов	0,9	3,9	3,7	2,4	1,9	1,5	-1,8	-2,0	-1,4	-1,1	-0,3
<b>Новые индустриальные страны Азии</b>											
Сбережения	35,0	32,3	31,8	32,5	33,4	32,8	31,4	33,3	33,0	32,8	32,0
Инвестиции	32,5	27,3	26,1	26,4	26,1	27,7	23,4	26,2	26,7	26,8	26,7
Чистое кредитование	2,5	5,1	5,7	6,1	7,3	5,0	8,0	7,1	6,3	6,0	5,3
Текущие трансферты	-0,1	-0,5	-0,7	-0,7	-0,7	-0,6	-0,6	-0,7	-0,7	-0,7	-0,7
Факторный доход	0,9	0,4	0,1	0,6	0,7	0,9	1,0	0,6	0,7	0,7	0,8
Сальдо ресурсов	1,7	5,2	6,3	6,2	7,3	4,7	7,7	7,2	6,3	6,0	5,2
<b>Страны с формирующимся рынком и развивающиеся страны</b>											
Сбережения	23,4	25,5	31,0	32,9	33,1	33,7	32,1	33,0	34,2	34,2	34,7
Инвестиции	25,9	25,0	26,8	27,8	29,1	30,1	30,3	31,3	31,6	31,9	32,5
Чистое кредитование	-1,9	0,5	4,1	5,1	4,0	3,6	1,9	1,8	2,6	2,3	2,2
Текущие трансферты	0,6	1,2	1,7	1,8	1,6	1,5	1,4	1,3	1,2	1,1	1,1
Факторный доход	-1,6	-1,9	-1,8	-1,6	-1,6	-1,5	-1,3	-1,5	-1,5	-1,5	-1,0
Сальдо ресурсов	-0,9	1,2	4,3	5,1	4,0	3,7	1,7	2,0	3,0	2,6	2,2
<i>Для справки</i>											
Приобретение иностранных активов	1,5	4,1	9,1	11,2	13,5	6,8	4,5	5,8	5,6	5,2	5,0
Изменение резервов	1,0	1,9	5,4	5,8	7,7	3,9	2,8	4,1	4,0	3,5	3,6
<b>Региональные группы</b>											
<b>Центральная и Восточная Европа</b>											
Сбережения	20,7	17,8	16,5	16,8	16,6	17,1	16,5	16,8	16,9	16,8	16,8
Инвестиции	22,4	21,3	21,4	23,3	24,7	24,9	19,1	21,0	22,3	22,4	22,8
Чистое кредитование	-1,5	-3,5	-4,9	-6,6	-8,1	-7,8	-2,7	-4,3	-5,4	-5,6	-6,0
Текущие трансферты	1,7	2,1	1,9	2,0	1,8	1,7	1,9	1,6	1,5	1,4	1,3
Факторный доход	-1,6	-1,3	-2,0	-2,4	-2,9	-2,4	-2,4	-2,3	-2,2	-2,1	-2,0
Сальдо ресурсов	-1,7	-4,3	-5,0	-6,3	-7,1	-7,3	-2,4	-3,7	-4,8	-5,1	-5,5
<i>Для справки</i>											
Приобретение иностранных активов	0,7	2,4	5,3	6,3	5,1	2,2	2,5	2,9	2,5	2,4	3,4
Изменение резервов	0,2	1,1	3,7	2,5	2,3	0,2	1,8	2,0	2,1	1,5	2,4
<b>Содружество Независимых Государств<sup>3</sup></b>											
Сбережения	...	25,9	30,0	30,2	30,7	30,1	21,8	25,7	29,7	29,2	28,0
Инвестиции	...	20,3	21,2	23,0	26,7	25,2	19,0	21,7	24,9	25,9	26,9
Чистое кредитование	...	5,6	8,8	7,3	4,0	4,8	2,7	4,0	4,8	3,2	1,1
Текущие трансферты	...	0,5	0,5	0,4	0,3	0,4	0,4	0,3	0,1	0,1	0,1
Факторный доход	...	-2,9	-2,7	-3,3	-2,9	-3,4	-3,6	-3,6	-3,0	-2,6	-1,4
Сальдо ресурсов	...	7,8	11,0	10,3	6,8	8,0	5,8	7,1	7,7	5,8	2,5
<i>Для справки</i>											
Приобретение иностранных активов	...	7,7	15,4	14,8	17,4	10,0	1,5	5,6	7,3	5,6	3,4
Изменение резервов	...	3,1	7,7	9,8	9,8	-1,2	0,5	2,8	4,6	3,2	1,1
<b>Развивающиеся страны Азии</b>											
Сбережения	31,1	33,5	40,2	42,9	43,8	44,3	45,6	45,5	45,8	46,2	46,7
Инвестиции	33,4	31,6	36,1	36,9	36,9	38,3	41,4	42,2	42,5	42,6	42,2
Чистое кредитование	-2,3	1,9	4,1	6,0	6,9	6,0	4,1	3,2	3,3	3,6	4,5
Текущие трансферты	1,0	1,7	2,2	2,2	2,2	2,0	1,9	1,8	1,8	1,7	1,6
Факторный доход	-1,7	-1,5	-0,7	-0,4	-0,2	0,1	0,1	-0,2	-0,2	-0,2	-0,1
Сальдо ресурсов	-1,6	1,8	2,6	4,2	4,9	3,9	2,2	1,7	1,8	2,1	2,9
<i>Для справки</i>											
Приобретение иностранных активов	2,7	5,0	8,8	10,7	13,4	7,5	6,6	6,8	5,6	5,7	6,4
Изменение резервов	1,8	3,0	6,8	7,4	10,2	6,8	5,7	6,2	5,2	4,9	5,7

**Таблица А16. Сводные данные об источниках и использовании мировых сбережений (продолжение)**

	Средние								Прогнозы		
	1989–96	1997–2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013–16
<b>Латинская Америка и Карибский бассейн</b>											
Сбережения	18,7	18,7	22,0	23,3	22,5	22,6	19,3	20,4	20,8	20,9	21,0
Инвестиции	20,1	20,7	20,5	21,7	22,5	23,8	20,1	21,8	22,4	22,9	23,5
Чистое кредитование	-1,4	-1,9	1,5	1,6	0,0	-1,2	-0,7	-1,4	-1,6	-2,0	-2,5
Текущие трансферты	0,8	1,3	2,0	2,1	1,8	1,6	1,5	1,3	1,2	1,2	1,2
Факторный доход	-2,2	-2,9	-2,9	-3,1	-3,1	-3,1	-2,7	-2,7	-2,7	-2,7	-2,8
Сальдо ресурсов	0,0	-0,4	2,4	2,6	1,3	0,3	0,5	0,0	-0,1	-0,5	-0,9
<i>Для справки</i>											
Приобретение иностранных активов	1,0	2,0	3,4	3,2	6,2	2,2	3,6	4,8	2,6	2,0	1,4
Изменение резервов	0,8	0,4	1,4	1,7	3,6	1,2	1,2	2,1	1,6	1,1	0,9
<b>Ближний Восток и Северная Африка</b>											
Сбережения	21,5	27,9	39,9	41,2	40,4	41,8	30,6	32,9	37,5	36,3	35,1
Инвестиции	24,5	23,4	23,5	23,3	26,3	26,8	28,3	26,5	24,6	25,0	22,8
Чистое кредитование	-3,0	4,7	16,5	18,1	14,4	14,9	3,3	6,9	13,3	11,7	-6,0
Текущие трансферты	-2,2	-1,1	0,0	-0,4	-0,9	-1,0	-1,5	-1,3	-1,3	-1,4	1,3
Факторный доход	1,0	0,6	-0,3	0,8	0,9	0,5	0,1	-0,6	-0,9	-0,7	-2,0
Сальдо ресурсов	-1,9	5,2	16,9	17,9	14,5	15,5	3,9	8,5	15,0	13,4	-5,5
<i>Для справки</i>											
Приобретение иностранных активов	1,0	6,7	21,8	30,8	34,7	15,0	2,6	7,2	12,2	11,0	3,4
Изменение резервов	0,7	2,4	9,8	9,6	12,5	8,0	-1,3	4,5	6,0	5,0	2,4
<b>Африка к югу от Сахары</b>											
Сбережения	15,8	16,2	18,8	24,6	22,6	22,5	19,9	20,4	22,5	22,6	21,3
Инвестиции	16,9	18,6	19,4	20,3	21,2	22,4	22,1	22,3	21,8	21,9	21,3
Чистое кредитование	-1,1	-2,3	-0,6	4,3	1,4	0,1	-2,2	-1,9	0,7	0,8	0,1
Текущие трансферты	2,0	2,3	2,6	4,6	4,6	4,5	4,7	3,9	3,7	3,5	3,3
Факторный доход	-3,1	-4,4	-5,8	-4,6	-5,8	-5,8	-3,8	-4,5	-5,2	-5,1	-4,5
Сальдо ресурсов	0,3	-0,1	2,6	4,4	2,7	1,4	-3,0	-1,2	2,2	2,4	1,3
<i>Для справки</i>											
Приобретение иностранных активов	0,6	2,2	4,4	9,2	7,5	3,6	2,8	3,2	5,3	5,9	5,4
Изменение резервов	0,8	1,0	3,8	4,2	3,5	1,9	-1,1	0,4	2,4	2,5	2,4
<b>Аналитические группы</b>											
<b>По источникам экспортных доходов</b>											
<b>Топливо</b>											
Сбережения	21,8	28,6	37,5	39,2	37,6	37,8	28,0	30,4	35,3	34,3	32,3
Инвестиции	25,5	22,8	22,2	22,9	26,0	25,2	24,1	23,6	24,0	24,7	25,5
Чистое кредитование	-1,9	5,9	15,3	16,4	11,7	12,6	4,4	7,0	11,5	9,7	6,6
Текущие трансферты	-3,3	-1,7	-0,6	-0,3	-0,7	-0,7	-1,0	-1,0	-1,0	-1,0	-1,1
Факторный доход	0,2	-1,3	-2,5	-2,0	-2,1	-2,5	-2,2	-2,8	-2,8	-2,4	-0,9
Сальдо ресурсов	1,5	9,0	18,5	18,9	14,6	16,0	7,2	10,6	15,0	13,0	8,9
<i>Для справки</i>											
Приобретение иностранных активов	1,4	7,7	20,7	24,6	26,7	13,7	2,8	7,0	11,3	9,5	6,7
Изменение резервов	0,2	2,5	9,1	10,1	10,8	3,6	-1,6	3,5	5,8	4,3	2,6
<b>Товары, кроме топлива</b>											
Сбережения	23,7	24,8	29,2	31,1	31,8	32,4	33,1	33,7	33,9	34,2	35,3
Инвестиции	25,6	25,5	28,1	29,2	30,0	31,5	31,8	33,2	33,6	33,9	34,3
Чистое кредитование	-1,9	-0,6	1,2	1,9	1,8	0,9	1,3	0,5	0,3	0,3	1,0
Текущие трансферты	1,4	1,8	2,3	2,4	2,3	2,2	2,0	1,9	1,8	1,7	1,7
Факторный доход	-1,9	-2,0	-1,6	-1,6	-1,5	-1,2	-1,1	-1,2	-1,2	-1,2	-1,1
Сальдо ресурсов	-1,4	-0,5	0,4	1,1	1,0	-0,1	0,3	-0,2	-0,3	-0,2	0,4
<i>Для справки</i>											
Приобретение иностранных активов	1,6	3,3	5,9	7,3	9,6	4,6	4,9	5,5	4,0	4,0	4,5
Изменение резервов	1,2	1,8	4,4	4,6	6,8	3,9	3,9	4,3	3,5	3,3	3,9

Таблица А16. Сводные данные об источниках и использовании мировых сбережений (окончание)

	Средние								Прогнозы		
	1989–96	1997–2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013–16
<b>По источникам внешнего финансирования</b>											
<b>Страны – чистые дебиторы</b>	19,7	19,2	21,5	22,5	22,9	22,1	20,9	22,1	22,3	22,6	23,8
Сбережения	21,8	21,3	23,1	24,2	25,5	25,9	22,9	24,6	25,4	25,9	27,0
Инвестиции	-2,1	-2,1	-1,5	-1,6	-2,6	-3,8	-2,0	-2,6	-3,1	-3,3	-3,2
Чистое кредитование	1,7	2,4	3,0	3,0	2,9	2,8	2,9	2,7	2,5	2,5	2,4
Текущие трансферты	-1,8	-2,3	-2,5	-2,6	-2,7	-2,6	-2,4	-2,3	-2,4	-2,4	-2,4
Факторный доход	-1,9	-2,2	-2,0	-2,1	-2,9	-4,1	-2,6	-2,9	-3,2	-3,4	-3,2
Сальдо ресурсов											
<i>Для справки</i>	1,0	2,1	3,1	4,6	6,3	1,5	2,4	3,7	2,0	1,8	2,2
Приобретение иностранных активов	0,9	0,9	2,1	2,5	4,1	1,0	1,6	2,2	1,6	1,3	1,6
Изменение резервов											
<b>Официальное финансирование</b>	16,7	19,0	21,6	22,9	23,2	22,2	22,0	21,8	22,1	22,7	23,9
Сбережения	19,3	20,9	23,2	23,5	23,6	24,5	24,0	24,9	25,6	26,2	26,6
Инвестиции	-2,6	-1,9	-1,5	-0,6	-0,4	-2,3	-2,1	-3,0	-3,5	-3,5	-2,8
Чистое кредитование	4,6	6,8	10,2	10,3	10,8	10,5	10,7	10,6	9,5	9,1	8,5
Текущие трансферты	-2,6	-2,7	-2,2	-1,9	-0,8	-1,4	-1,7	-2,3	-3,4	-3,2	-2,9
Факторный доход	-4,7	-6,0	-9,7	-9,1	-10,4	-11,6	-11,3	-11,6	-9,9	-9,6	-8,3
Сальдо ресурсов											
<i>Для справки</i>	1,6	2,2	-4,4	1,9	2,5	0,7	0,9	0,8	0,9	0,9	1,3
Приобретение иностранных активов	1,5	1,2	0,7	1,3	2,4	1,2	1,8	1,2	1,5	1,3	1,4
Изменение резервов											
<b>Страны – чистые дебиторы по состоянию обслуживания долга</b>											
<b>Страны, имевшие просроченную задолженность, и/или страны, которым предоставлялось реоформление долга, в период с 2005 по 2009 год</b>											
Сбережения	14,6	15,8	20,9	22,6	21,9	20,3	18,4	19,0	19,6	19,5	19,2
Инвестиции	18,2	19,0	22,2	23,3	24,3	25,0	22,3	24,2	24,5	24,3	23,3
Чистое кредитование	-3,5	-3,1	-1,3	-0,7	-2,4	-4,6	-3,9	-5,2	-4,8	-4,8	-4,1
Текущие трансферты	1,9	3,5	5,6	5,5	5,0	4,5	4,5	4,3	3,5	3,2	3,0
Факторный доход	-3,5	-4,5	-4,3	-3,9	-4,1	-5,0	-4,2	-4,9	-4,8	-4,7	-5,1
Сальдо ресурсов	-1,9	-2,2	-2,6	-2,3	-3,4	-4,3	-4,4	-4,6	-3,7	-3,4	-2,0
<i>Для справки</i>											
Приобретение иностранных активов	2,4	2,7	2,6	3,7	5,6	1,0	0,8	1,0	1,4	1,2	1,2
Изменение резервов	0,4	0,4	3,2	2,2	3,7	0,6	1,5	1,1	1,1	1,1	0,9

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.

<sup>1</sup>Эстония не включена.

<sup>2</sup>Рассчитано на основе данных по отдельным странам зоны евро, исключая Эстонию.

<sup>3</sup>Грузия и Монголия, которые не являются членами Содружества Независимых Государств, включены в эту группу в силу их географического положения и схожих характеристик структуры экономики.

**Таблица А17. Краткий обзор среднесрочного базисного сценария развития мировой экономики**

	Средние				Прогнозы			
	1993–2000	2001–08	2009	2010	2011	2012	2009–12	2013–16
	<i>Годовое изменение в процентах, если не указано иное</i>							
<b>Мировой реальный ВВП</b>	<b>3,5</b>	<b>4,0</b>	<b>-0,5</b>	<b>5,0</b>	<b>4,4</b>	<b>4,5</b>	<b>3,3</b>	<b>4,6</b>
Страны с развитой экономикой	3,1	2,1	-3,4	3,0	2,4	2,6	1,1	2,4
Страны с формирующимся рынком и развивающиеся страны	4,1	6,6	2,7	7,3	6,5	6,5	5,7	6,7
<i>Для справки</i>								
Потенциальный объем производства								
Основные страны с развитой экономикой	2,5	2,1	1,0	1,1	1,3	1,5	1,2	1,7
<b>Мировая торговля, объем<sup>1</sup></b>	<b>7,9</b>	<b>5,8</b>	<b>-10,9</b>	<b>12,4</b>	<b>7,4</b>	<b>6,9</b>	<b>3,8</b>	<b>7,1</b>
Импорт								
Страны с развитой экономикой	7,8	4,4	-12,6	11,2	5,8	5,5	2,1	5,7
Страны с формирующимся рынком и развивающиеся страны	7,9	10,0	-8,3	13,5	10,2	9,4	5,8	9,8
Экспорт								
Страны с развитой экономикой	7,6	4,7	-12,2	12,0	6,8	5,9	2,7	5,6
Страны с формирующимся рынком и развивающиеся страны	9,2	8,6	-7,5	14,5	8,8	8,7	5,8	9,5
Условия торговли								
Страны с развитой экономикой	-0,2	-0,3	2,7	-1,2	-1,1	-0,5	0,0	-0,2
Страны с формирующимся рынком и развивающиеся страны	0,8	1,7	-5,1	0,2	4,7	-0,3	-0,2	-0,3
<b>Мировые цены в долларах США</b>								
Продукция обрабатывающей промышленности	-1,1	4,0	-6,3	3,0	5,5	1,1	0,7	1,0
Нефть	5,1	16,7	-36,3	27,9	35,6	0,8	2,7	-0,5
Первичные биржевые товары, кроме топлива	-0,8	8,3	-15,8	26,3	25,1	-4,3	6,2	-4,6
<b>Потребительские цены</b>								
Страны с развитой экономикой	2,3	2,2	0,1	1,6	2,2	1,7	1,4	1,8
Страны с формирующимся рынком и развивающиеся страны	34,6	6,8	5,2	6,2	6,9	5,3	5,9	4,0
<b>Процентные ставки (в процентах)</b>								
Реальная шестимесячная ЛИБОР <sup>2</sup>	3,6	0,7	0,2	-0,4	-0,6	-0,5	-0,3	1,2
Мировая реальная долгосрочная процентная ставка <sup>3</sup>	3,6	1,8	3,2	1,6	1,3	2,5	2,1	3,3
	<i>В процентах ВВП</i>							
<b>Сальдо счета текущих операций</b>								
Страны с развитой экономикой	-0,1	-0,9	-0,3	-0,2	-0,3	-0,2	-0,2	-0,4
Страны с формирующимся рынком и развивающиеся страны	-1,1	2,9	1,8	1,8	2,6	2,3	2,1	2,2
<b>Общая сумма внешнего долга</b>								
Страны с формирующимся рынком и развивающиеся страны	37,0	31,0	27,0	24,6	23,2	22,8	24,4	21,9
<b>Обслуживание долга</b>								
Страны с формирующимся рынком и развивающиеся страны	8,2	10,0	9,6	8,2	7,5	7,6	8,2	7,4

<sup>1</sup>Данные относятся к торговле товарами и услугами.

<sup>2</sup>Ставка предложения на Лондонском межбанковском рынке по депозитам в долларах США минус процентное изменение дефлятора ВВП США.

<sup>3</sup>Взвешенное 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: Asset Prices and the Business Cycle	May 2000
World Economic Outlook: Focus on Transition Economies	October 2000
World Economic Outlook: Fiscal Policy and Macroeconomic Stability	May 2001
World Economic Outlook: The Information Technology Revolution	October 2001
World Economic Outlook: The Global Economy After September 11	December 2001
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

### 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
Веерный 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
Accounting for Growth in the Middle East and North Africa	September 2003, Box 2.1
Managing Increasing Aid Flows to Developing Countries	September 2003, Box 1.3
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
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
Какие риски для глобального роста создают рынки жилья?	Октябрь 2007 года, вставка 2.1
Изменение климата. Экономическое воздействие и ответные меры политики	Октябрь 2007 года, приложение 1.2
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
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
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 Окуна 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

## 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
Резкие изменения цен на биржевые товары, экономический рост и финансирование в странах Африки к югу от Сахары	Сентябрь 2006 года, вставка 2.2
Международные и национальные нефтяные компании в меняющихся условиях нефтяной отрасли	Сентябрь 2006 года, вставка 1.4
Способствовали ли спекулятивные операции росту цен на биржевые товары?	Сентябрь 2006 года, вставка 5.1
Либерализация торговли сельскохозяйственной продукцией и цены на биржевые товары	Сентябрь 2006 года, вставка 5.1
Последние изменения на рынках биржевых товаров	Сентябрь 2006 года, приложение 1.1
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 1.6
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 деловой активности	Апрель 2011 года, приложение 3.1
Эмпирические модели для энергоресурсов и нефти	Апрель 2011 года, приложение 3.2

## 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

## 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
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 левверидж 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
Оценка уязвимости в отношении корректировок на жилищном рынке	Апрель 2008 года, вставка 3.1
Началось ли сокращение кредита?	Апрель 2008 года, вставка 1.1
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
Цены на жилье: корректировки и последствия	Октябрь 2008 года, вставка 1.2
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

## 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
The Globalization of Labor	April 2007, Chapter 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

## VIII. Вопросы, связанные с валютными курсами

The Pros and Cons of Dollarization	May 2000, Box 1.4
Why Is the Euro So Undervalued?	October 2000, Box 1.1
Convergence and Real Exchange Rate Appreciation in the EU Accession Countries	October 2000, Box 4.4
What Is Driving the Weakness of the Euro and the Strength of the Dollar?	May 2001, Chapter 2
The Weakness of the Australian and New Zealand Currencies	May 2001, Box 2.1
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

## Х. 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
Workers' Remittances and Emigration in the Caribbean	April 2005, Box 2.1
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 правособственности 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

## **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

## **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