



Семь вопросов о спаде цен на нефть за последний период

[Рабах Арецки](#) и [Оливье Бланшар](#)¹

22 декабря 2014 года

За последний период произошло резкое снижение цен на нефть, затрагивающее всех: производителей, экспортеров, правительства и потребителей. В целом мы оцениваем это как импульс к развитию мировой экономики. Результаты нашего моделирования показывают прирост мирового ВВП от 0,3 до 0,7 процента в 2015 году, по сравнению со сценарием без снижения цен на нефть (с оговоркой, что это моделирование не является прогнозом состояния мировой экономики). Тем не менее, эта сложная и постоянно меняющаяся ситуация далеко не сводится к этому тезису. В этом блоге мы анализируем механику рынка нефти в настоящее время и в будущем, последствия для различных групп стран и для финансовой стабильности, а также рекомендуемые действия директивных органов с учетом воздействия на экономику их стран.

Общие выводы:

- Мы установили, что в резком снижении цен с июня свою роль сыграли как факторы спроса, так и факторы предложения. Данные фьючерсных рынков позволяют предположить, что цены на нефть впоследствии снова повысятся, но будут оставаться ниже уровня последних лет. Однако дальнейшее развитие ситуации связано со значительной неопределенностью относительно изменения факторов спроса и предложения.*
- Падение цен сказывается на всех странах по-разному, но есть и некоторые общие черты: импортеры нефти в числе стран с развитой экономикой, и особенно среди стран с формирующимся рынком, могут выиграть от повышения доходов населения, снижения стоимости вводимых ресурсов и улучшения внешнеэкономических позиций. Экспортеры нефти будут получать меньше дохода и испытывать трудности в области бюджета и внешних балансов.*
- Риски для финансовой стабильности повысились, но остаются умеренными. Давление на валюты пока ограничивается небольшой группой стран-экспортеров нефти, таких как Россия, Нигерия и Венесуэла. С учетом глобальных финансовых связей эти тенденции требуют всеобщего усиления бдительности.*

¹ Мы выражаем признательность многим коллегам, в частности Пракашу Лунгани, Дагласу Лэкстону, Акито Мацумото, Жану-Мария Милези-Ферретти, Бену Ханту и Томасу Хелблингу, а также коллегам из групп по вопросам моделирования и биржевых товаров и департаментов стран Африки, Азиатско-тихоокеанского региона, Европы, Ближнего Востока и Центральной Азии и Западного полушария, Департамента по бюджетным вопросам, Департамента денежно-кредитных систем и рынков капитала и Департамента по вопросам стратегии, политики и анализа. Благодарим также Rystad Energy, и в особенности Пера Магнуса Нисвена, за любезное предоставление подготовленных этой компанией данных о капитальных расходах и структуре затрат.

- Экспортерам нефти следует сглаживать процесс корректировки, избегая резкого сокращения бюджетных расходов. Тем не менее, страны, не имеющие фондов сбережений и действенной системы бюджетных правил, могут испытать значительные трудности в бюджетной и валютной сферах. При отсутствии надлежащих мер денежно-кредитной политики это может привести к росту инфляции и дальнейшему обесценению валют.
- Снижение цен на нефть дает многим странам возможность сократить энергетические субсидии и использовать сэкономленные средства для более адресных трансфертов, а некоторым странам — повысить налоги на энергоресурсы и снизить другие налоги.
- В зоне евро и в Японии, где уровень спроса низок, а традиционная денежно-кредитная политика в основном исчерпала свои возможности, указания центральных банков относительно направления политики имеют решающее значение для фиксации среднесрочных инфляционных ожиданий в условиях снижения цен на нефть.

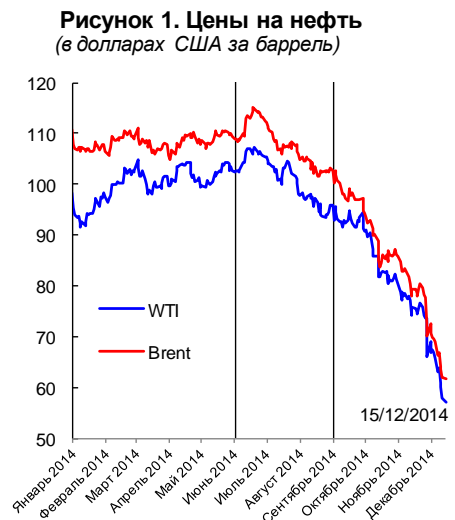
Повторим, что наше моделирование последствий снижения цен на нефть не является прогнозом состояния мировой экономики на 2015 год и последующий период. Такой прогноз будет представлен в следующем бюллетене «Перспектив развития мировой экономики» в январе, в котором мы также проанализируем многие другие взаимодействующие факторы экономического роста, инфляции, мировых дисбалансов и финансовой стабильности.

Ниже мы попытаемся ответить на семь ключевых вопросов относительно снижения цен на нефть:

1. Какую роль играют факторы спроса и предложения?
2. Насколько долговременным, вероятно, окажется это изменение предложения?
3. Каковы вероятные последствия для мировой экономики?
4. Какими будут вероятные последствия для стран-импортеров нефти?
5. Какими будут вероятные последствия для стран-экспортеров нефти?
6. Какими будут финансовые последствия?
7. Какие ответные меры политики следует принимать странам-импортерам и экспортерам нефти?

Какую роль играют факторы спроса и предложения?

Цены на нефть снизились почти на 50 процентов с июня, в том числе на 40 процентов с сентября (см. рис. 1)². Цены на металлы, которые, как правило, реагируют на изменения мировой активности еще сильнее, чем цены на нефть, также снизились, но значительно



Источник: Bloomberg, L.P.

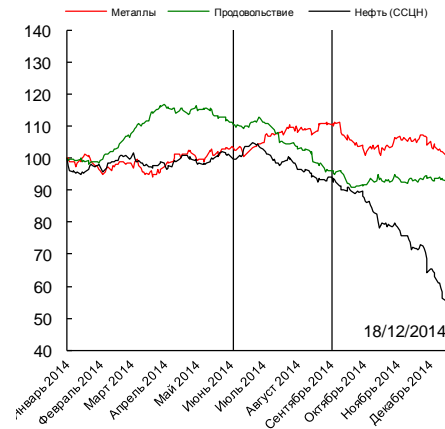
² Эти изменения цен основываются на рассчитываемой МВФ средней спотовой цене нефти (ССЦН), простом среднем цен на нефть U.K. Brent, Dubai и West Texas Intermediate.

меньше, чем цены на нефть (см. рис. 2). Это поверхностное наблюдение подсказывает, что в снижении цен на нефть важную роль, возможно, сыграли специфические факторы рынка нефти, особенно факторы предложения.

Этот вывод подтверждается при более пристальном рассмотрении. Изменения в период с июля по декабрь прогнозов спроса, составляемых Международным энергетическим агентством (см. рис. 3) в сочетании с оценками краткосрочной эластичности предложения нефти позволяют предположить, что непредвиденное сокращение спроса с этого периода до настоящего времени может объяснить лишь от 20 до 35 процентов снижения цен.

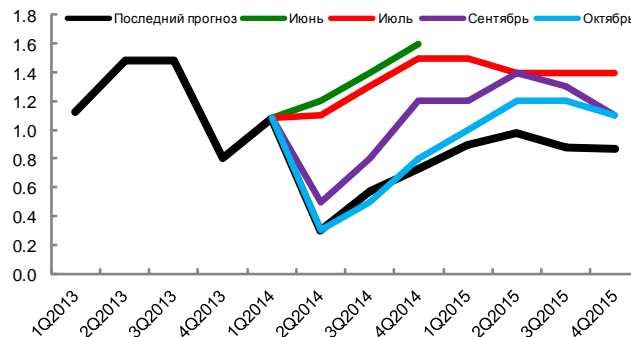
В области предложения данные указывают на влияние ряда факторов, включая неожиданные увеличения производства нефти. Это отчасти объясняется более быстрым, чем ожидалось, восстановлением добычи нефти в Ливии в сентябре и неизменным уровнем добычи в Ираке, несмотря на происходящие волнения³. В то же время, несомненно, важным фактором стало заявление Саудовской Аравии, крупнейшего производителя нефти среди стран ОПЕК, о намерении не противодействовать устойчивому повышению предложения нефти как со стороны других стран ОПЕК, так и производителей, не входящих в ОПЕК, и затем ноябрьское решение стран ОПЕК оставить их общий потолок производства на уровне 30 млн баррелей в день, несмотря на представления об избытке нефти на рынке.

Рисунок 2. Индексы цен на биржевые товары (1 января 2014 года=100)



Источник: Bloomberg, L.P.

Рисунок 3. МЭА: прогноз роста мирового спроса на нефть (годовое изменение в миллионах баррелей в день)



Источник: Международное энергетическое агентство

Неуклонное повышение мирового производства нефти может быть расценено как «собака, которая не лаяла». Иными словами, цены на нефть оставались относительно высокими, несмотря на повышающуюся траекторию мирового производства нефти ввиду существовавшего в то время представления о поддержании ОПЕК минимального уровня цен. Однако произошедшее

³ Вместе с тем, согласно последнему докладу Международного энергетического агентства, сентябрьский прирост, связанный с добычей в Ливии, сменился спадом в ноябре.

изменение политики компенсирующим производителем способствовало коренному пересмотру ожиданий относительно будущей траектории мирового предложения нефти, чем, в свою очередь, объясняются как время, так и размер снижения цен на нефть, приближающего эти цены к уровню равновесия на основе рыночной конкуренции. Столь же резкое снижение цен произошло в 1986 году, когда Саудовская Аравия добровольно отказалась от роли компенсирующего производителя, в результате чего цены на нефть упали с 27 до 14 долл. США за баррель и вернулись на прежний уровень лишь через пятнадцать лет, в 2000 году.

Помимо традиционных факторов спроса и предложения, некоторые называют в числе причин снижения цен «финансиализацию» (отнесение нефти и других биржевых товаров финансовыми инвесторами к отдельному классу активов) и «спекуляцию»⁴. Мы не видим тому существенных подтверждений. Согласно последнему докладу Международного энергетического агентства, запасы добытой нефти достигли самого высокого уровня за два года, что свидетельствует об ожиданиях повышения, а не снижения цен.

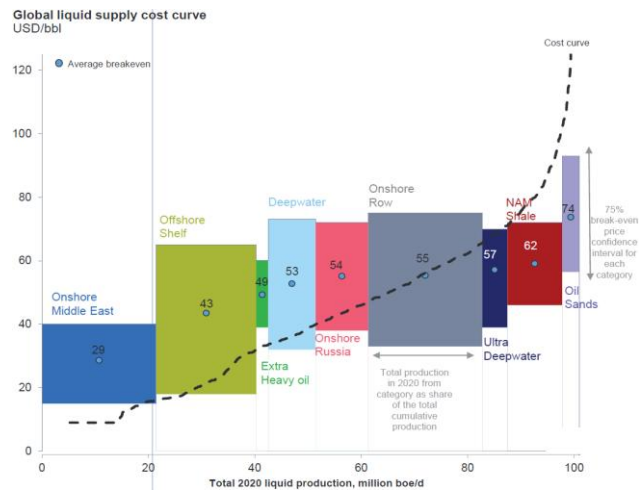
Насколько долговременным, вероятно, окажется это изменение предложения?

Это зависит, прежде всего, от **двух факторов**:

Первый состоит в том, будет ли ОПЕК (и в частности Саудовская Аравия) готова сократить производство в будущем. Это, в свою очередь, отчасти зависит от мотивации пересмотра ее стратегии и относительной значимости геополитических и экономических факторов в принятии этого решения. Одна гипотеза заключается в том, что для Саудовской Аравии оказалось слишком дорого играть роль компенсирующего производителя и поддерживать высокий уровень цен в условиях неуклонного повышения предложения в странах, не входящих в ОПЕК. Если это так, и если болезненное сокращение дохода не побудит других производителей ОПЕК и Россию договориться о более широком участии в сокращении производства в будущем, эти перемены в стратегии, вероятно, еще долго будут оставаться в силе. Согласно другой гипотезе, это могло быть попыткой ОПЕК добиться снижения прибыли, инвестиций и со временем предложения со стороны поставщиков из стран, не входящих в ОПЕК, некоторые из которых имеют намного более высокую себестоимость извлечения, чем основные производители ОПЕК (см. рис. 4, на котором показана кривая мировой предельной стоимости с указанием затрат на производство дополнительного барреля нефти по видам добычи).

⁴ См. Arezki, Loungani, van der Ploeg and Venables (2014) и упоминаемые в этой работе источники, в которых рассматривается относительное влияние основных экономических показателей и финансиализации на колебания цен на биржевые товары.

Рисунок 4.



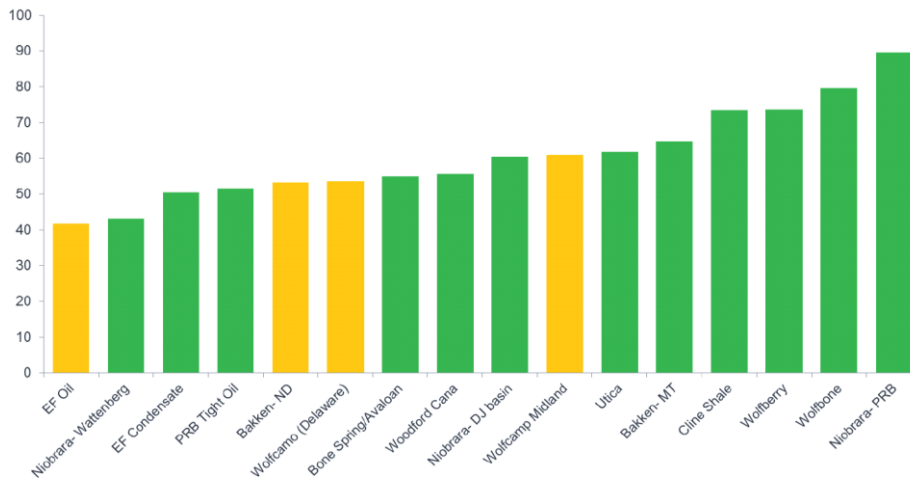
Источник: исследования и анализ Rystad Energy.

Вторым фактором является то, как инвестиции и, в свою очередь, производство нефти отреагируют на низкие цены на нефть. Имеются некоторые данные о том, что капитальные расходы на производство нефти начали снижаться. По информации Rystad Energy, совокупные капитальные расходы крупнейших нефтяных компаний в третьем квартале 2014 года снизились на 7 процентов по сравнению с 2013 годом.

Имеющиеся прогнозы из того же источника свидетельствуют о том, что капитальные расходы заметно уменьшатся за период до 2017 года включительно. Для нетрадиционных источников нефти, таких как сланцевые месторождения (которые теперь обеспечивают 4 миллиона из общего мирового предложения 93 млн баррелей в день), безубыточные цены (то есть цена нефти, при которой добыча является рентабельной) на основных сланцевых месторождениях в США (Баккен, Игл-Форд и Пермиан), как правило, ниже 60 долл. США за баррель (см. рис. 5, на котором показаны цены безубыточной добычи для сланцевых месторождений в США).

При текущих ценах (около 55 долл. США за баррель) прогнозы Rystad Energy показывают, что уровень добычи нефти может снизиться, но лишь умеренно, менее чем на 4 процента в 2015 году. Вместе с тем, норма прибыли будет значительно ниже, и некоторые компании с высокой долей заемных средств, не хеджировавшие риск снижения цен, уже испытывают финансовые трудности и значительно сокращают капитальные расходы и численность сотрудников.

Рисунок 5. Средняя безубыточная цена нефти* WTI для различных месторождений сланцевой нефти в США



Источник: исследования и анализ Rystad Energy.

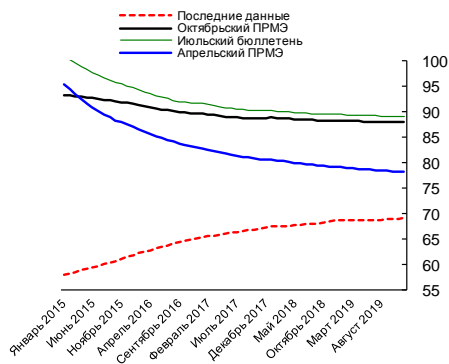
Таким образом, при прочих равных условиях, динамическое воздействие низких цен на предложение должно привести к снижению предложения относительно первоначального сдвига и тем самым к частичному восстановлению уровня цен. Об этом свидетельствуют данные фьючерсных рынков, которые показывают (в левой панели рис. б) ожидаемое восстановление цены до 73 долл. США за баррель к 2019 году.

Неопределенность в этих прогнозах обусловлена факторами не только предложения, но и спроса.

Например, в области предложения не следует недооценивать влияние возможных изменений стратегии ОПЕК и геополитической напряженности в Ливии, Ираке, Украине и России. В области спроса сохраняется значительная неопределенность относительно мировой экономической активности и связанного с ней спроса на нефть. Об этом наглядно свидетельствует размер предполагаемого распределения фьючерсных цен (на основе цен опционов) в правой панели рис. б: 68-процентный доверительный интервал цен в 2019 году составляет от 48 до 85 долл. США, а 95-процентный интервал от 38 до 115 долл. США — это очень широкий диапазон.

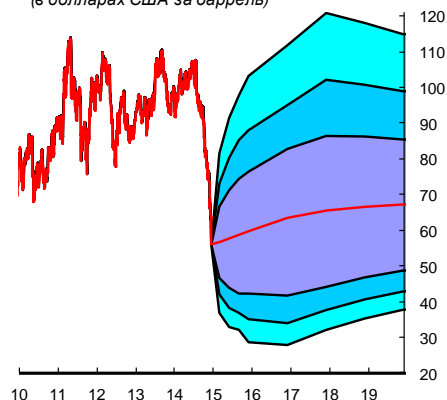
Рисунок 6.

Кривые фьючерсов на нефть WTI, 2014 год
(в долларах США за баррель)



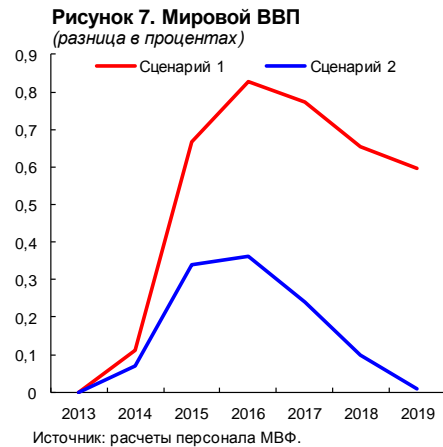
Источник: Bloomberg, L.P и расчеты персонала МВФ.

Нефть WTI
(в долларах США за баррель)



Каково вероятное воздействие на мировую экономику?

В целом снижение цен на нефть вследствие изменений на стороне предложения является хорошей новостью для мировой экономики и, разумеется, оказывает значительное воздействие на распределение дохода между импортерами и экспортерами нефти. Для количественной оценки последствий этих изменений в предложении принципиально важно, насколько масштабными и продолжительными они будут, согласно нашим ожиданиям. Эти допущения определяют не только траекторию корректировки, но и первоначальную реакцию потребителей и компаний.



Поскольку неясно, какова относительная значимость изменений предложения (как происходящих, так и ожидаемых в будущем), мы приводим результаты двух сценариев модели, которые, по нашему мнению, представляют достаточный диапазон допущений (они исходят из равенства прочих условий, то есть не являются прогнозами мировой экономики и соответственно не принимают во внимание все прочие шоки, которые могут повлиять на мировую экономику). Первый сценарий предполагает, что изменения предложения объясняют 60 процентов снижения цен, отражаемого в данных фьючерсных рынков. Второй сценарий также предполагает, что изменения предложения объясняют 60 процентов снижения цен на начальном этапе, но в силу изложенных выше причин эти изменения со временем нивелируются, и их вклад в снижение цен постепенно снижается до нуля в 2019 году⁵.

Приводимые ниже результаты моделирования отражают только воздействие компонента предложения в снижении цен на нефть (обусловленный спросом компонент снижения цен на нефть является симптомом, а не причиной замедления мировой экономической активности). Прогнозная оценка цен на нефть, используемая в моделировании, основана на прогнозе цен МВФ, который, в свою очередь, строится на основе фьючерсных контрактов.

Результаты в отношении мирового ВВП показаны на рис. 7. Первый сценарий предполагает увеличение мирового объема производства относительно базисного прогноза на 0,7 процента в 2015 году и 0,8 процента в 2016 году (случай снижения цен на нефть). Не удивительно, что во втором сценарии воздействие на объем производства меньше, порядка 0,3 процента в 2015 году и 0,4 процента в 2016 году. Диапазон этих воздействий включает прогнозы, получаемые с использованием существующих эмпирических оценок для стран с развитой экономикой. Например, оценки в работе Blanchard and Galí (2009) показывают, что воздействие постоянного (обусловленного предложением) снижения цен на нефть на 10 процентов приводит к увеличению

⁵ Компонент предложения во втором сценарии составляет 60 процентов в 2014 году, 45 процентов в 2015 году, 30 процентов в 2016 году, 20 процентов в 2017 году, 10 процентов в 2018 году и ноль в 2019 году.

объема производства США примерно на 0,2 процента⁶. Поскольку компонент предложения в снижении цены составляет приблизительно 25 процентов (60 процентов совокупного снижения на 40 процентов), эти оценки подразумевают прирост объема производства примерно на 0,5 процента.

Эти результаты на глобальном уровне скрывают асимметричные воздействия снижения цен в различных странах. В выигрыше оказываются страны – (чистые) импортеры нефти, тогда как страны – (чистые) экспортеры нефти проигрывают. Однако даже внутри каждой из этих групп имеются существенные различия.

Какими будут вероятные последствия для стран-импортеров нефти?

Влияние снижения цен на нефть на страны-импортеры нефти передается по трем основным каналам. Первым каналом служит воздействие увеличения реальных доходов на потребление. Вторым — снижение себестоимости конечной продукции, и, в свою очередь, на прибыль и инвестиции. Третьим — влияние на темпы инфляции, как общей, так и базовой.

Масштабы этих эффектов меняются в зависимости от страны:

Например, влияние реальных доходов слабее в Соединенных Штатах, где в настоящее время более половины потребляемой нефти составляет нефть отечественного производства, чем в зоне евро или Японии. Влияние реальных доходов и прибыли также зависит от энергоемкости страны: Китай и Индия остаются значительно более энергоемкими, чем страны с развитой экономикой, и потому в большей степени выигрывают от снижения цен на энергоресурсы. Доля потребления нефти в ВВП составляет в среднем 3,8 процента для Соединенных Штатов, по сравнению с 5,4 процента для Китая и 7,5 процента для Индии и Индонезии⁷.

Влияние на базовую инфляцию зависит как от прямого воздействия снижения цен на нефть на общий уровень инфляции, так и от передачи воздействия цен на нефть на заработную плату и другие цены. Степень передачи воздействия зависит от «жесткости» заработной платы — реакции номинальной заработной платы на инфляцию по ИПЦ — и фиксирования инфляционных ожиданий.

В обычные времена денежно-кредитная политика реагировала бы на снижение базовой инфляции снижением номинальной процентной ставки в большей степени, чем один к одному, и, соответственно, снижением реальной процентной ставки. Но сейчас время необычное и возможности ведущих стран с развитой экономикой ограничиваются нулевым нижним пределом процентной ставки. В то время как экономика США, которая приближается к отходу от этого

⁶ В недавних оценках воздействия снижения цен на нефть Бундесбанк приходит к выводу, что снижение цен на 10 долл. США приводит к повышению ВВП на 0,2 процента в первый год, а по оценке официальных органов Франции, такое же снижение цен вызвало бы прирост ВВП на 0,1 процента через два года. В академической литературе Hamilton (2003) and Kilian (2009) приводят и эмпирический анализ связи между ценами на нефть и макроэкономикой, включая разграничение шоков предложения и спроса. Vaumeister and Peersman (2012), Peersman and Van Robays (2012) и Cashin et al (2013) представляют межстрановые и изменяющиеся во времени оценки влияния цен на нефть на объем производства.

⁷ Доля затрат на нефть рассчитывается как соотношение между потреблением нефти и средним значением ВВП за период 2004-2014 годов. Источниками данных послужили BP Statistical Review (2014) и собственные расчеты персонала МВФ.

нулевого нижнего предела, может в ответ на снижение инфляции задержать отход от этого предела, еврозона и Япония, которые, как предполагается, останутся у нулевого нижнего предела еще долгое время, не могут существенно изменить свою денежно-кредитную политику.

В наших расчетах с помощью моделей отражены в максимально возможной степени эти различия в энергоемкости, доле нефти отечественного производства и ограничениях возможностей денежно-кредитной политики. Мы предполагаем, что инфляционные ожидания в одинаковой степени фиксированы в США, зоне евро и Японии, и дают коэффициент передачи воздействия на уровне 0,2, так что базовая инфляция снижается на 0,2 процентного пункта (п.п.) при снижении общего уровня инфляции на 1 процентный пункт.

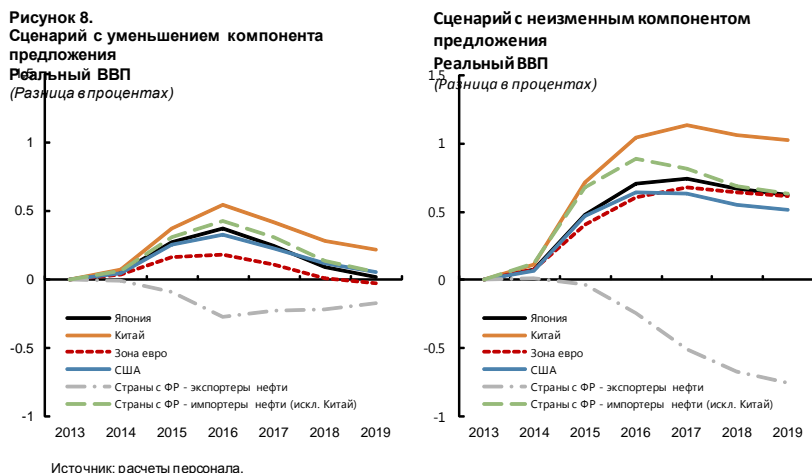
Воздействие на ВВП показано на рис. 8 для первых вышеописанных имитационных расчетов.

Влияние на Китай и в том, и в другом сценариях сильнее воздействия на Японию, США и страны зоны евро. В Китае ВВП возрастает на 0,4-0,7 процента по сравнению с базисным в 2015 году, и на 0,5-0,9 процента в 2016 году. В США рост ВВП превышает базисный на 0,2-0,5 процента в 2015, и на 0,3-0,6 процента в 2016 году. (В допущениях расчетов не учитывается потенциальная компенсация в результате возможных ответных мер политики, которые правительства могут принять после снижения цен на нефть. Например, Китай может решить ужесточить свою денежно-кредитную или налогово-бюджетную политику при снижении цены на нефть).

К другим важным последствиям, которые не учитываются в наших расчетах, относятся следующие:

Снижение курса иены и евро с июня (соответственно, на 14 и 8 процентов, в основном по причинам, не связанным со снижением цены на нефть) означает, что цены на нефть в иенах и евро снизились в меньшей степени, чем в долларах, а именно: на 36 процентов и 40 процентов, соответственно. Это снижение обменного курса ослабило воздействие спада цены на нефть на Японию и зону евро по сравнению с нашими расчетами с помощью моделей.

В странах, взимающих высокие специфические (а не пропорциональные) налоги с энергоносителей (то есть взимающих фиксированную сумму в долларах или евро с галлона или литра), одинаковое снижение мировой цены (в процентах) на нефть приведет к меньшему снижению цены, уплачиваемой потребителями и фирмами. Страны могут также воспользоваться возможностью, предоставленной снижением цены на нефть, для сокращения энергетических субсидий — эта мера обычно рекомендуется МВФ, — что также сдержит снижение цены, уплачиваемой потребителями и фирмами.



Некоторые страны-импортеры нефти в значительной степени зависят от происходящего в странах-экспортерах нефти, и, соответственно, могут в меньшей степени выиграть от снижения цен на нефть. Например, страны-импортеры с низкими доходами в бассейне Карибского моря, получающие трансферты в рамках венесуэльского режима «Петрокарибе» могут столкнуться с заметным сокращением трансфертов по мере того, как сама Венесуэла начнет испытывать давление. На странах-импортерах нефти Кавказа и Центральной Азии, вероятно, скажутся неблагоприятные вторичные эффекты замедления темпов роста в соседних странах-экспортерах нефти (особенно России), что сократит ненефтяной экспорт и денежные переводы. На странах Машрека и Пакистане, вероятно, также отрицательно скажется уменьшение ненефтяного экспорта, официальных трансфертов и денежных переводов из стран-членов Совета сотрудничества стран Персидского залива, особенно в среднесрочной перспективе.

Какими будут вероятные последствия для стран-экспортеров нефти?

Как показано на рис. 8, последствия для стран-экспортеров нефти, что неудивительно, будут негативными. При этом здесь вновь наблюдаются существенные различия между странами.

Во всех странах снижаются реальные доходы, а также прибыль от добычи нефти — это зеркальное отражение происходящего в странах-импортерах нефти. Но в какой степени это произойдет, и воздействие снижения цены на нефть на ВВП во многом зависит от степени их зависимости от экспорта нефти и доли доходов, получаемой государством.

Экспорт нефти сконцентрирован в значительно меньшем числе стран, чем ее импорт. Другими словами, страны-экспортеры нефти в значительно большей степени зависят от нефти, чем страны – импортеры нефти. Приведем несколько примеров, так на долю энергоносителей приходится 25 процентов ВВП России, 70 процентов ее экспорта и 50 процентов доходов федерального бюджета. На Ближнем Востоке доля доходов федерального правительства составляет 22,5 процента ВВП и 63,6 процента экспорта в странах - членах Совета по сотрудничеству стран Персидского залива. В Африке экспорт нефти обеспечивает 40-50 процентов ВВП Габона, Анголы и Республики Конго и 80 процентов ВВП Экваториальной Гвинеи. На нефть также приходится 75 процентов государственных доходов в Анголе, Республике Конго и Экваториальной Гвинее. В Латинской Америке вклад нефти в доходы государственного сектора составляет, соответственно, примерно 30 процентов и

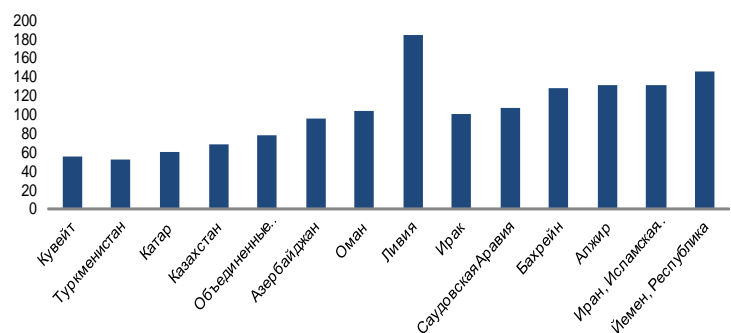
46,6 процента и примерно 55 процентов и 94 процента — в экспорт Эквадора и Венесуэлы⁸. Это показывает масштабы проблемы, стоящей перед этими странами.

В большинстве стран снижение цены на нефть, вероятно, автоматически приведет к дефициту бюджета. Один из способов иллюстрации уязвимости стран-экспортеров нефти заключается в исчислении так называемых *цен на нефть, обеспечивающих нулевое сальдо* — то есть цен на нефть, при которых достигается сбалансированность бюджета правительств стран-экспортеров нефти. Цены, при которых достигается сбалансированный бюджет, существенно различаются в разных странах, но часто весьма высоки⁹. Для стран Ближнего Востока и Центральной Азии цены, при которых достигается сбалансированность бюджетов, варьируются от 54 долл./баррель для Кувейта до 184 долл./баррель для Ливии и, что примечательно, 106 долл./баррель для Саудовской Аравии (см. рис. 9). Для стран, по которым мы не располагаем данными о ценах, обеспечивающих нулевое сальдо, бюджетные цены на нефть (то есть допущения о ценах на нефть, заложенные в бюджет) служат другим методом оценки уязвимости стран по отношению к снижению цен на нефть. Для Африки бюджетные цены на нефть пересматривались на понижение в 2015 году в свете снижения цен (см. рис. 10). Для Латинской Америки бюджетные цены на нефть составляют 79,7 долл./баррель для Эквадора и 60 долл./баррель для Венесуэлы.

Некоторые страны на этот раз лучше подготовились к управлению корректировкой, чем в предыдущих эпизодах. Некоторые страны ввели буферы мер политики, такие как бюджетные правила и накопительные фонды, и их денежно-кредитные системы в большей степени внушают доверие, что способствовало отделению внутренних дисбалансов от внешних (такие как Норвегия).

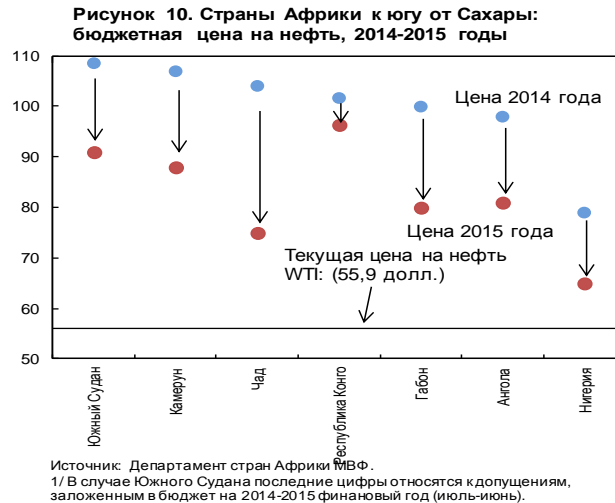
Но во многих странах корректировка будет подразумевать ужесточение налогово-бюджетной политики, уменьшение объема производства и снижение обменного курса (этого труднее добиться при режимах фиксированного курса, характерных для многих стран-экспортеров нефти). А когда ожидания в отношении инфляции не прочно зафиксированы, снижение обменного курса может привести к повышению инфляции.

Рисунок 9. Цены на нефть, обеспечивающие сбалансированность бюджета на 2015 год
(В долларах США за баррель)



⁸ В случае Венесуэлы последние имеющиеся оценки доли нефти в государственном секторе относятся к 2013 году и доле нефти в доходах центрального правительства.

⁹ В расчетах цен на нефть, обеспечивающих нулевое сальдо, не учитывается компенсация в результате снижения обменного курса. Снижение обменного курса обычно способствует частичной компенсации воздействия снижения цен на нефть на поступления от экспорта нефти в национальной валюте.



Какими будут финансовые последствия?

Снижение цен на нефть влечет за собой финансовые последствия, непосредственно в виде воздействия самих цен на нефть, и косвенно — через вызванную ими корректировку валютных курсов.

Снижение цен на нефть ухудшает финансовое положение фирм в секторе энергетики, особенно тех, которые получали займы в долларах, и соответственно ухудшает положение банков и других учреждений, имеющих значительный объем требований к сектору энергетики. Доля энергетических фирм с коэффициентом процентного покрытия (отношение кассовых потоков к процентным платежам) ниже 2 составляет 31 процент в странах с формирующимся рынком в целом, указывая, что некоторые из этих компаний действительно могут быть подвержены риску. Спреды индекса CEMBI, отражающие корпоративные спреды с высокой доходностью в странах с формирующимся рынком, возросли с июня на 100 базисных пунктов.

Стресс-тесты, проведенные в контексте наших оценок финансовой стабильности за последние несколько лет в ряде стран-экспортеров нефти, выявили лишь несколько стран, в которых некоторые банки не выдержали стресс-тесты, указывая на потребности в рекапитализации в размере не более нескольких процентных пунктов ВВП. При этом, возможно, что результаты этих стресс-тестов не представляют большой ценности, поскольку буферы капитала, как и норма прибыли банков, во время проведения тестов могли измениться. Россия служит наглядным примером быстро меняющихся условий в обоих отношениях, с учетом влияния санкций на финансовый сектор страны. В целом влияние снижения цен на нефть на банки в странах-экспортерах нефти определяется устойчивостью спада цен и его влияния на экономическую активность и, в свою очередь, на имеющиеся буферные резервы.

Снижение цен на нефть обычно приводит к укреплению валют стран-импортеров нефти, в частности доллара, и снижению курса валют стран-экспортеров нефти. Падение цен на нефть способствовало резкому снижению курса валют ряда стран-экспортеров нефти, включая Россию и Нигерию. Снижение цены на нефть было лишь одним из факторов, вызвавших падение рубля, курс которого снизился на 40 процентов за этот год и на 56 процентов с сентября. Несмотря на то, что регулируемое снижение обменного курса может способствовать корректировке в странах-экспортерах нефти, оно также усугубляет финансовые проблемы фирм и органов государственного

управления, долг которых деноминирован в долларах. А в странах, в которых не зафиксированы инфляционные ожидания, нерегулируемое снижение курса может быстро привести к очень высокой инфляции.

Если спад цен на нефть окажется устойчивым, он окажет концентрированное и сильное влияние на владельцев облигаций и банки, имеющие открытые позиции в долларах и фактические риски в секторе энергетики. При этом фактический риск для мировой банковской системы, вероятно, не будет достаточно серьезным, чтобы выразиться в повышении нормы формирования резервов, превышающем умеренное, и должен частично компенсироваться повышением качества кредита в странах-импортерах нефти и секторах. Тем не менее, финансовые сектора некоторых стран-импортеров нефти могут иметь связи со странами-экспортерами нефти и быть подверженными влиянию экономических и финансовых изменений в этих странах. Например, австрийские банки в значительной степени связаны с Россией, и в последнее время наблюдается резкое снижение курса акций некоторых из этих банков.

Эта сравнительно оптимистичная оценка должна сопровождаться и четким предупреждением. Один из уроков Великого финансового кризиса заключается в том, что значительные изменения цен и обменных курсов и вытекающее из них возрастание неопределенности в отношении положения некоторых фирм и некоторых стран могут привести к усилению глобальной несклонности к риску с важными последствиями для переоценки риска и сдвигов в потоках капитала. Это тем более справедливо, когда сочетается с другими событиями, такими как происходящее в России. Нельзя совсем не учитывать этот риск больших отклонений.

Какие ответные меры политики следует принимать странам-импортерам и странам-экспортерам нефти?

Очевидно, что надлежащие ответные меры политики при снижении цен на нефть будут зависеть от того, к какой категории относится страна, — импортерам или экспортерам нефти. Исключение составляет общая возможность, предоставленная снижением цен на нефть, для проведения реформы энергетических субсидий и налогов на энергоресурсы. МВФ давно предлагает направить средства, сэкономленные в результате отмены энергетических субсидий, на более адресные трансферты¹⁰. Низкие цены предоставляют прекрасную возможность для отмены субсидий с меньшими политическими издержками. Например, Индия смогла недавно уменьшить субсидии на дизельное топливо, и это обошлось без протестов, поскольку цена на это топливо не повысилась. А в ряде стран с развитой экономикой может представиться возможность для повышения налогов на энергоресурсы, с направлением сэкономленных средств на снижение других налогов, таких как налоги на рабочую силу.

Перейдем теперь к странам-импортерам нефти. В обычное время для страны в хорошем, с точки зрения макроэкономики, состоянии — например, не имеющей разрыва объема производства, при инфляции на целевом уровне и сбалансированном счете текущих операций, — рекомендации хорошо отработаны; они исходят из прошлой динамики цен на нефть: денежно-кредитной политике следует обеспечить, чтобы при более низкой общей инфляции инфляционные ожидания

¹⁰ См. о реформах энергетических субсидий Clements and others (2013). См. также в работе Parry and others (2014) заключение о том, что во многих странах уровень цен на энергоресурсы ниже уровня, в полной мере отражающего отрицательные внешние эффекты потребления электроэнергии.

оставались фиксированными, и стремиться к поддержанию стабильной базовой инфляции. Нельзя однозначно сказать, что при этом подразумевается — повышение или снижение процентной ставки. С одной стороны, рост спроса требует повышения процентных ставок; с другой, для предотвращения снижения базовой инфляции может потребоваться снижение процентных ставок. Как правило, как бы ни менялась процентная ставка, улучшение состояния сальдо счета текущих операций, вероятно, вызовет укрепление обменного курса. Это укрепление естественно и желательно.

Однако время сейчас не обычное. Большинство стран с развитой экономикой страдает от значительного разрыва объема производства, инфляции ниже целевого уровня и ограничений традиционной денежно-кредитной политики, налагаемых процентными ставками, близкими к нулевым. Это значит, что на этой стадии следует приветствовать любое повышение спроса, и снижение инфляции, которое не может компенсироваться снижением процентных ставок, более опасно. На этом фоне решающее значение имеет использование указаний относительно будущего направления политики для фиксации среднесрочных инфляционных ожиданий и предотвращения продолжительной дефляции.

Можно подумать, что надлежащие ответные меры политики в странах-экспортерах нефти должны быть полной противоположностью мерам, которые принимают страны-импортеры нефти. Но страны-импортеры отличаются от экспортеров в двух важных аспектах: во-первых, шок, с которым сталкиваются страны-экспортеры нефти, по отношению к размерам их экономики, значительно сильнее, чем в случае стран-импортеров нефти. Во-вторых, вклад доходов от нефти в доходы бюджета обычно значительно больше. Так что во всех странах снижение доходов бюджета и риск того, что цены останутся на низком уровне в течение некоторого времени, вызывают необходимость в некотором сокращении государственных расходов.

В странах, накопивших значительные сбережения в фондах за счет высоких цен прошлого, уместно допустить увеличение дефицитов бюджета и использовать средства этих фондов в течение некоторого времени. Это особенно справедливо в случае экспортеров с фиксированными обменными курсами и когда на необходимое для корректировки снижение реального курса требуется времени.

В странах, не имеющих таких бюджетных возможностей, и при ограниченных возможностях увеличения бюджетного дефицита проводить корректировку будет труднее. В этих странах требуется снижение реального курса в большей степени. Этим странам также необходима прочная денежно-кредитная основа, позволяющая не допустить того, чтобы снижение обменного курса привело к устойчивому повышению инфляции и дальнейшему обесценению валюты. Это будет непростой задачей для нескольких стран-экспортеров нефти.

Справочная литература

Arezki, R. , Loungani P. , van der Ploeg, R. and Venables T. , (2014). Understanding International Commodity Price Fluctuations, *Journal of International Money and Finance*, Vol 42, April, pp. 1–8.

Blanchard, Olivier J. and Jordi Gali, 2009. The Macroeconomic Effects of Oil Price Shocks: Why are the 2000s so different from the 1970s? in J. Gali and M. Gertler (eds.), *International Dimensions of Monetary Policy*, University of Chicago Press (Chicago, IL), 373–428.

Baumeister Christiane & Gert Peersman, 2013. "The Role Of Time-Varying Price Elasticities In Accounting For Volatility Changes In The Crude Oil Market," *Journal of Applied Econometrics*, John Wiley & Sons, Ltd., vol. 28(7), pages 1087–1109, November.

Cashin, Paul, Kamiar Mohaddes, Maziar Raissi, and Mehdi Raissi (2014). "The differential effects of oil demand and supply shocks on the global economy", *Energy Economics*, Volume 44, July 2014, Pages 113–134.

Clements, Benedict, and others, *Energy Subsidy Reform: Lessons and Implications* (Washington: International Monetary Fund).

Hamilton, James D., 2003. "What is an oil shock?" *Journal of Econometrics*, Elsevier, vol. 113(2), pages 363–398, April.

Kilian, Lutz, 2009. "Not All Oil Price Shocks Are Alike: Disentangling Demand and Supply Shocks in the Crude Oil Market," *American Economic Review*, American Economic Association, vol. 99(3), pages 1053–69, June.

Parry, Ian, and others, 2014, *Getting Energy Prices Right: From Principle to Practice* (Washington: International Monetary Fund).

Peersman, Gert & Van Robays, Ine, 2012. "Cross-country differences in the effects of oil shocks," *Energy Economics*, Elsevier, vol. 34(5), pages 1532–1547.