

номическую политику и далее повышать структурную гибкость своей экономики. В тех странах, которые еще далеки от достижения «осмотрительных» среднесрочных целевых показателей бюджета, корректировка бюджета будет особенно способствовать снижению циклического давления спроса, одновременно создавая устойчивый фундамент для государственных финансов на долгосрочную перспективу и способствуя выполнению с запасом Маастрихтских бюджетных критериев. Крайне важно также четко объявить перспективы введения евро новыми государствами-членами, поскольку это поможет населению, предприятиям и финансовым рынкам принимать адекватные решения и, возможно, облегчит устранение несоответствий валют активов и пассивов, образовавшихся на основе более оптимистических ожиданий скорейшего вступления в зону евро.

Содружество Независимых Государств. Противоречие целей в области инфляции и обменного курса

Регион СНГ не был защищен от недавних финансовых потрясений, но они произошли в условиях самого длительного подъема экономики с начала переходного периода. Во втором квартале 2007 года темпы роста в регионе оставались высокими, хотя они слегка замедлились. Экономика России выросла на 7¾ процента (погодные темпы), в других странах СНГ также отмечается активный рост. Динамичный подъем в регионе поддерживается высокими ценами на биржевые товары и активным притоком капитала, а также постоянным повышением производительности. Основной движущей силой роста остается потребление, которое поддерживается повышением реальных доходов и легким доступом к кредиту, но при этом есть также первые признаки изменений структуры спроса, учитывая происходящее в последнее время повышение инвестиций. По всему региону отмечается быстрый рост кредита частному сектору, поддерживаемый притоком капитала, большими объемами внутренней ликвидности и структурными улучшениями в финансовом секторе.

В условиях глобальных сбоев в потоках ликвидности и ухода от рискованных активов в конце августа обменные курсы в Казахстане и России подверглись некоторому понижающему давлению. В Казахстане давлению, приводящему к ослаблению курса, способствовали опасения относительно того, что отечественные банки могут оказать-

ся уязвимыми по отношению к глобальному сокращению кредита, тогда как в России основным фактором ослабления была репатриация ликвидных рублевых активов инвесторами-нерезидентами. Когда ситуация с ликвидностью на межбанковских рынках ухудшилась и банки столкнулись с трудностями в мобилизации внешних средств и начали сокращать кредитование, центральные банки обеих стран увеличили ликвидность для обеспечения стабильности банковской системы.

Динамика роста, как ожидается, замедлится с 7¾ процента в 2006–2007 годах до 7 процентов в 2008 году, в основном из-за ужесточения условий кредитования и ухудшения внешних условий. В странах, являющихся чистыми экспортерами энергоресурсов (Азербайджане, Казахстане, России, Туркменистане и Узбекистане), активность будут поддерживать высокие цены на биржевые товары и повышение бюджетных расходов (таблица 2.6 и рис. 2.7). В странах, являющихся чистыми импортерами энергоресурсов (в группе в целом), ожидается более ускоренное замедление роста, что отчасти обусловлено повышением цен на нефть, но при этом рост будет и далее поддерживаться сохраняющимся глобальным бумом биржевых товаров⁶ и динамичными региональными условиями, проявляющимися в активном внешнем спросе и крупном притоке прямых иностранных инвестиций и частных денежных переводов из стран, являющихся чистыми экспортерами энергоресурсов.

Тем не менее риски для роста смещены в сторону снижения ввиду возможного более сильного воздействия потрясений на финансовых рынках на доступность внешнего и внутреннего финансирования, а также влияния замедления темпов роста мировой экономики на цены на биржевые товары и спрос на экспорт. Если в России существенно замедлится экономический рост, то это, вероятно, отрицательно скажется на спросе на импорт в небольших странах региона (Армения, Грузия, Молдова, Кыргызская Республика и Таджикистан)⁷ и потоках частных денежных переводов в эти страны.

Продолжительный период мощного роста спроса в регионе привел к возрастанию напряжения, создаваемого ограничениями по ресурсам, что поддерживало инфляцию на высоком уровне (9–10 процентов). В некоторых странах повышаются издерж-

⁶Многие страны региона являются экспортерами биржевых товаров: алюминия (Таджикистан), меди (Армения и Грузия), хлопка (Таджикистан и Узбекистан), а также черных металлов и металлолома (Грузия).

⁷Эти страны получают значительные потоки частных денежных переводов (15–35 процентов ВВП).

Таблица 2.6. Содружество Независимых Государств. Реальный ВВП, потребительские цены и сальдо счета текущих операций

(Годовые процентные изменения, если не указано иное)

	Реальный ВВП				Потребительские цены ¹				Сальдо счета тек. операций ²			
	2005	2006	2007	2008	2005	2006	2007	2008	2005	2006	2007	2008
Содружество Независимых Государств	6,6	7,7	7,8	7,0	12,1	9,4	8,9	8,3	8,8	7,6	4,8	3,1
Россия	6,4	6,7	7,0	6,5	12,7	9,7	8,1	7,5	11,1	9,7	5,9	3,3
Украина	2,7	7,1	6,7	5,4	13,5	9,0	11,5	10,8	2,9	-1,5	-3,5	-6,2
Казахстан	9,7	10,7	8,7	7,8	7,6	8,6	8,6	7,8	-1,8	-2,2	-2,2	-1,1
Беларусь	9,3	9,9	7,8	6,4	10,3	7,0	8,1	10,0	1,6	-4,1	-7,9	-8,1
Туркменистан	9,0	9,0	10,0	10,0	10,7	8,2	6,5	9,0	5,1	15,3	13,0	12,5
Страны СНГ с низкими доходами	12,0	14,6	15,7	13,4	8,4	10,0	12,1	11,7	2,2	7,5	13,7	19,1
Армения	14,0	13,3	11,1	10,0	0,6	2,9	3,7	4,9	-3,9	-1,4	-4,0	-4,2
Азербайджан	24,3	31,0	29,3	23,2	9,7	8,4	16,6	17,0	1,3	15,7	31,4	39,9
Грузия	9,6	9,4	11,0	9,0	8,3	9,2	8,5	8,1	-9,8	-13,8	-15,7	-15,2
Кыргызская Республика	-0,2	2,7	7,5	7,0	4,3	5,6	7,0	7,0	3,2	-6,6	-17,9	-15,1
Молдова	7,5	4,0	5,0	5,0	11,9	12,7	11,2	8,9	-10,3	-12,0	-8,0	-7,3
Таджикистан	6,7	7,0	7,5	8,0	7,3	10,0	9,9	12,6	-2,5	-2,9	-11,6	-12,6
Узбекистан	7,0	7,3	8,8	7,5	10,0	14,2	12,2	9,8	13,6	18,8	21,1	21,0
<i>Для справки</i>												
Чистые экспортеры энергоресурсов ³	7,1	7,7	7,9	7,3	12,1	9,7	8,5	7,9	10,0	9,2	6,3	4,4
Чистые импортеры энергоресурсов ⁴	4,5	7,7	7,2	6,0	12,0	8,5	10,4	10,3	1,4	-3,0	-5,4	-7,2

¹Изменения потребительских цен приведены в среднем за год. Изменения за период с декабря по декабрь приводятся в таблице А7

Статистического приложения.

²В процентах ВВП.

³Включает Азербайджан, Казахстан, Россию, Туркменистан и Узбекистан.

⁴Включает Армению, Беларусь, Грузию, Кыргызскую Республику, Молдову, Таджикистан и Украину.

ки на рабочую силу на единицу продукции, что отражает повышение коэффициентов использования трудовых ресурсов и повышение напряженности условий на рынках труда (Украина). Возникают также ситуации нехватки оборудования, о чем свидетельствует увеличение импорта инвестиционных товаров (Россия). В Азербайджане в 2007 и 2008 годах ожидается повышение инфляции до уровня свыше 10 процентов, в условиях когда существенное наращивание бюджетных расходов наталкивается на ограничения со стороны предложения. Помимо давления на цены, активный рост спроса в регионе ведет также к ослаблению позиций по счетам текущих внешних операций, которые, тем не менее, продолжают иметь значительный профицит в большинстве стран-экспортеров энергоресурсов. В некоторых странах повышение цен нанесло ущерб конкурентоспособности, хотя курсы многих валют в регионе (особенно российского рубля) по-прежнему считаются заниженными относительно уровня, определяемого среднесрочными экономическими детерминантами.

В последние годы регион привлекал крупный приток частного иностранного капитала. Прямые иностранные инвестиции (в результате приватизации, слияний и поглощений, а также инвестиций в новые проекты) поддерживали экономический

рост, особенно в странах, являющихся чистыми импортерами энергоресурсов. С годами отмечался также рост портфельных и иных инвестиционных потоков, в том числе в страны, являющиеся чистыми экспортерами энергоресурсов. Эта тенденция была особенно заметна в России и Казахстане, где отмечался стремительный рост внешнего банковского заимствования⁸. Высокие внутренние процентные ставки и ожидания дальнейшего повышения курса рубля подтолкнули банки к большей опоре на внешнее финансирование своих портфелей внутренних ссуд. В более общем случае ограниченная гибкость режимов обменного курса во многих странах СНГ могла создавать ощущение возможности делать «односторонние ставки», способствуя спекулятивному притоку средств в эти страны. Перспективы продолжения притоков банковского и портфельного капитала являются более неопределенными после начала потрясений на финансовом рынке, но высокие цены на нефть и другие биржевые товары скорее всего будут по-прежнему привлекать капитал в этот регион.

⁸В Кыргызской Республике, Молдове и Армении значительным фактором, способствующим росту, было официальное финансирование.

Вследствие все большего использования банковских займов и притока портфельных инвестиций для финансирования роста в регионе возникают новые задачи экономической политики. В отличие от поступлений от экспорта биржевых товаров, которые, по крайней мере частично, стерилизовались с помощью стабилизационных фондов (например, в Казахстане и России), приток капитала почти полностью просачивался в экономику, подталкивая рост внутреннего кредита и создавая инфляционное давление. Повышение номинального курса в ответ на приток капитала было ограниченным, поскольку во многих странах устанавливались целевые показатели номинальных обменных курсов. Снижение поступлений, не связанных с нефтью, и (или) быстрый рост государственных доходов усугубляли перегрев экономики (например, в Азербайджане, Армении, Грузии, России и Украине). В последнее время из-за опасений о возможном сокращении внешнего банковского финансирования в условиях потрясений на рынке заостряется внимание на потенциальных проблемах, которые возникнут при изменении потоков финансирования.

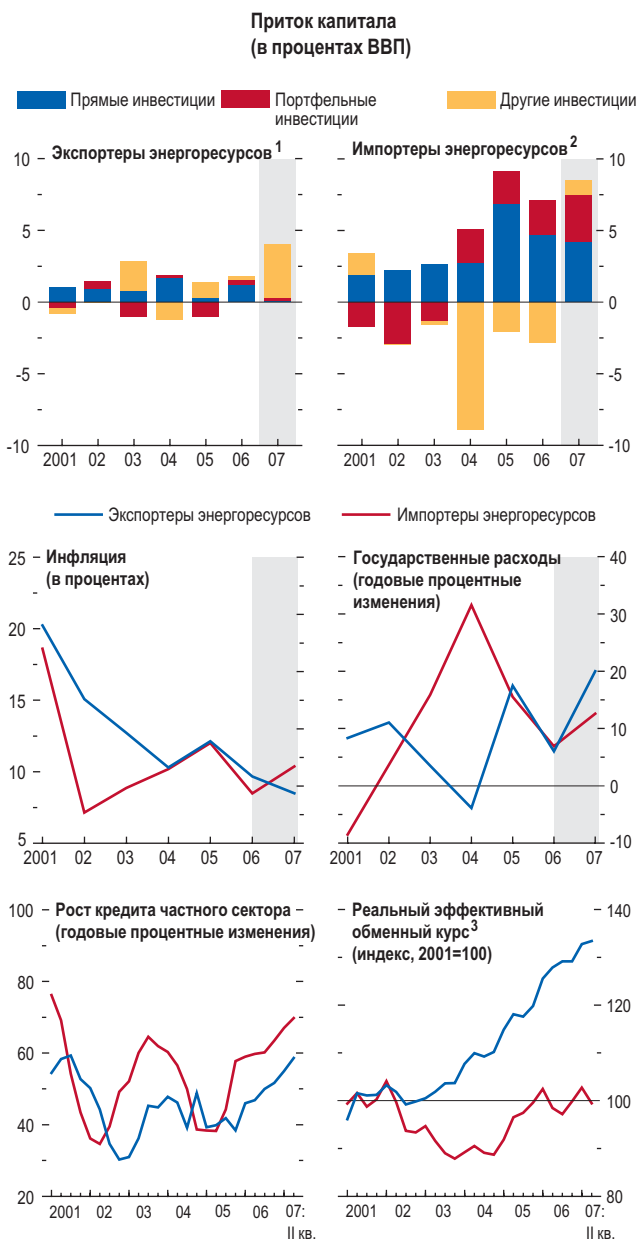
Некоторые страны СНГ в ответ на крупный приток капитала и тенденции перегрева экономики увеличивали и ужесточали нормы обязательных резервов, и такие подходы способствовали уменьшению ликвидности в системе. Однако, в конечном счете, для повышения контроля над инфляцией требуется более высокая гибкость обменного курса (например, в Казахстане, России и Украине)⁹, и подготовку перехода к более гибким обменным курсам следует ускорить, чтобы предотвратить укоренение высоких инфляционных ожиданий. В поддержку этого подхода требуются дополнительные усилия по развитию рыночных денежных инструментов, повышению емкости внутреннего денежного рынка и введению более жестких норм финансового регулирования, особенно для обеспечения того, чтобы внешние займы не создавали уязвимости балансов банков или корпораций. Требуется держать под контролем повышение государственных расходов, добиваясь разумного компромисса между удовлетворением еще сохраняющихся значительных потребностей в развитии социальной сферы и инфраструктуры и чрезмерным повышением инфляционного давления и давления в сторону повышения обменного курса.

Если выйти за рамки ближайшего будущего, то для укрепления перспектив экономического рос-

⁹Центральный банк допустил повышение курса российского рубля относительно двухвалютной корзины из доллара и евро на 1/2 процента 26 июня и еще раз — на 0,6 процента 9 августа.

Рисунок 2.7. Содружество Независимых Государств. Приток капитала и ответные меры

На странах СНГ благоприятно сказался приток прямых, портфельных и других инвестиций, поддерживавший углубление финансового рынка и экономическое развитие в регионе. Вместе с тем крупный приток капитала создал также и макроэкономические проблемы. Странам необходимо сделать выбор между тем, произойдет ли повышение реального курса в основном за счет инфляции или за счет повышения номинального курса. Необходимость этого выбора усугубляется быстрым ростом спроса, политикой бюджетной экспансии и ограниченной гибкостью обменного курса в большинстве стран СНГ.



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

¹ Азербайджан, Казахстан, Россия, Туркменистан и Узбекистан.

² Армения, Беларусь, Грузия, Кыргызская Республика, Молдова, Таджикистан и Украина.

³ Увеличение индекса означает повышение реального курса, а снижение — ослабление реального курса национальной валюты страны относительно валют ее партнеров по торговле.

та региона принципиальное значение имеет повышение сбережений и инвестиций. Наверстывающее повышение производительности с течением времени, скорее всего, будет уменьшаться, а неблагоприятные демографические тенденции омрачают долгосрочные перспективы. Норма инвестирования (в 2006 году она находилась на уровне 21 процента ВВП, и на 2007 год прогнозируется лишь незначительное ее повышение) остается ниже, чем в других регионах мира, а концентрация инвестиций в добывающих отраслях и строительстве указывает на необходимость диверсификации источников роста. Ответ на вопрос о том, отреагируют ли частные инвестиции на этот вызов должным образом, будет зависеть от дальнейшего совершенствования институциональных систем и улучшения делового климата. Углубление финансового рынка и развитие независимых источников финансирования также приведет к улучшению долгосрочных перспектив роста. Дальнейшее укрепление пруденциальных положений (например, более жесткие требования в отношении формирования резервов на покрытие потенциальных убытков и присвоение определенным категориям ссуд более высоких весов по риску) и банковского надзора будет способствовать повышению потенциала банков в области управления рисками и поддержания качества кредита в условиях быстрого роста объема ссуд.

Страны Африки к югу от Сахары. Выгоды глобализации

В странах Африки к югу от Сахары (АЮС) отмечается еще один год активного подъема, и ожидается, что общие темпы роста в регионе повысятся с 5,7 процента в 2006 году до 6,1 процента в 2007 году и еще до 6,8 процента в 2008 году (таблица 2.7). Ускорение роста в значительной мере отражает введение в действие новых производственных мощностей в странах-экспортерах нефти, таких как Ангола и Нигерия. Но при этом ожидается, что в большинстве других стран региона сохранятся высокие темпы роста, в то время как инфляция в целом снизится (кроме Зимбабве, где ситуация будет по-прежнему резко отличаться). Однако риски для прогноза смещены в сторону снижения, что в основном отражает возможность более низких результатов мировой экономики, которые уменьшат спрос на экспорт биржевых товаров из Африки и ухудшат финансовые ограничения, а также риски, связанные с внутренними политическими изменениями в отдельных странах.

С точки зрения более долгосрочной перспективы, страны АЮС на настоящий момент переживают наилучший период устойчивого роста с момента обретения независимости. Экономика стран-экспортеров нефти растет наиболее быстрыми темпами, при этом в большинстве других стран также отмечается активный рост, превышающий тренды прошлых периодов (рис. 2.8). Более того, страны региона, характеризующиеся более быстрыми темпами роста, добиваются значительных успехов в снижении уровня бедности. Такой успешный рост является результатом мощного взаимодействия благоприятных внешних условий (особенно улучшения условий торговли), проведения обоснованной политики и повышения открытости экономики стран АЮС, происходящего не только в странах-экспортерах нефти и биржевых товаров, но также и в прибрежных странах и государствах, не имеющих выхода к морю. Хотя увеличение экспорта топливных и биржевых товаров играло основную роль, страны Африки также смогли расширить нетрадиционный экспорт продукции обрабатывающей промышленности и диверсифицировать направления экспорта, особенно за счет новых рынков в Азии, предъявляющих активный спрос на продукцию, получаемую за счет разработки природных ресурсов¹⁰.

Сочетание большей открытости экономики в благоприятной внешней среде и совершенствования и более последовательного проведения политики, реформ, направленных на улучшение делового климата, и официальных мер по снижению долгового бремени, позволило странам АЮС привлекать все большие объемы частного капитала, а также воспользоваться некоторым увеличением притока помощи и денежных переводов. Особенно крупные прямые иностранные инвестиции направлялись в страны с богатыми природными ресурсами, но они также имели значительные размеры и в других странах, например, в случае финансирования проектов в сфере туризма. Несколько более ограниченный круг стран начал также привлекать интерес частных портфельных инвесторов. На ЮАР, имеющую хорошо развитую финансовую структуру, приходится наибольшая часть этих средств, но при этом в таких странах, как Гана и Уганда, экономическая политика которых заслужила более высокое доверие, также наблюдается рост притока капитала. Официальные гранты в совокупности значительно не увеличи-

¹⁰Более подробно см. в публикации International Monetary Fund (2007).