

ГЛАВА 2

ГЛОБАЛЬНЫЙ КОНТЕКСТ И ЗАПАДНАЯ ЕВРОПА

2.1 Глобальный контекст

и) Общая картина

Началось глобальное оживление...

Все больше данных свидетельствует о том, что во втором полугодии 2003 года наконец началось оживление глобальной экономики. Ведущую роль в этом подъеме играют Соединенные Штаты, где во втором и третьем кварталах под воздействием очень энергичного стимулирующего курса в экономической политике заметно активизировалась экономическая деятельность. Дополнительно подкрепил глобальное оживление циклический подъем в Японии. Кроме того, в Соединенном Королевстве экономический рост вновь набрал высокие темпы и по-прежнему больше соответствует циклу роста в Соединенных Штатах, чем в континентальной Европе. Напротив, факторы, способствующие оживлению, все еще слабы в зоне евро, где внутренний спрос остается вялым, а последствия резкого удорожания евро для экспорта нейтрализуют стимулы, созданные ослаблением денежно-кредитной политики. Особенно вялым был рост в Германии, Италии и Франции, трех ведущих странах зоны евро. Поддержка экономического роста со стороны финансово-бюджетной политики была незначительной в силу ограничений, предусмотренных нормами Пакта стабильности и роста. В семи ведущих странах вместе взятых ("большая семерка") реальный ВВП в третьем квартале 2003 года вырос чуть более чем на 1 процент по сравнению с 0,5 процента во втором квартале (таблица 2.1.1). Это ускорение отражает главным образом резкое увеличение реального ВВП в Соединенных Штатах, которое составило 2 процента и стало самым высоким квартальным показателем прироста за 20 лет.

За пределами ведущих развитых стран с рыночной экономикой глобальная экономическая активность поддерживалась главным образом сохраняющимся мощным ростом в Азии, прежде всего в Китае и Индии. Высокие темпы роста в Азии отражают интенсификацию внутрирегиональных торговых связей и стимулирующую политику, а также побочный эффект высокого внутреннего спроса в Соединенных Штатах. В восточной Европе совокупные темпы роста восьми стран, собирающихся вступить в Европейский союз в начале мая 2004 года, значительно превышали средние показа-

ТАБЛИЦА 2.1.1

Поквартальная динамика реального ВВП в семи ведущих странах, I квартал 2002 года – III квартал 2003 года
(Изменения в процентах к предыдущему периоду)

	2002				2003		
	I кв.	II кв.	III кв.	IV кв.	I кв.	II кв.	III кв.
Франция.....	0,7	0,7	0,2	-0,3	-	-0,4	0,4
Германия.....	0,2	0,2	0,1	-	-0,2	-0,2	0,2
Италия.....	-	0,3	0,2	0,4	-0,2	-0,1	0,5
Соединенное Королевство.....	0,3	0,5	0,7	0,5	0,2	0,6	0,7
Канада.....	1,4	0,9	0,7	0,4	0,5	-0,2	0,3
Соединенные Штаты....	1,2	0,3	1,0	0,3	0,4	0,8	2,0
Япония.....	-0,5	1,0	0,9	0,4	0,4	0,6	0,3
Итого.....	0,7	0,5	0,7	0,3	0,2	0,5	1,2
<i>Для справки:</i>							
Зона евро.....	0,4	0,5	0,2	-	-	-0,1	0,4
Европейский союз.....	0,4	0,5	0,3	0,1	-	-	0,4
Западная Европа^a.....	0,3	0,5	0,3	0,1	-	-	0,4
Все промышленно развитые страны^b							
	0,6	0,5	0,7	0,2	0,2	0,4	1,1

Источник: Данные национальной статистики; Евростат, база данных "NewCronos".

Примечание: Данные скорректированы с учетом сезонных колебаний.

^a Западная Европа: Европейский союз плюс Норвегия и Швейцария.

^b Западная Европа, Северная Америка и Япония.

тели по ЕС в 2003 году, и эта тенденция сохраняет свое действие на протяжении вот уже нескольких лет. Но между странами отмечаются различия: на фоне более скромных темпов роста в центральной Европе контрастом смотрится сохранение высокой динамики в балтийских государствах. Мощным был рост и в большинстве других восточноевропейских стран. В СНГ темпы роста в 2003 году оставались очень динамичными, и главной опорой для этого роста оставалась Россия.

Более оптимистичные перспективы для глобальной экономики находят зеркальное отражение в значительном повышении цен на международных фондовых рынках в 2003 году. Во многих странах вложения в основной капитал в предпринимательском секторе возросли, хотя в обрабатывающей промышленности еще сохраняются значительные избыточные мощности. Обвальное падение спроса на продукты ИКТ, начавшееся

в 2000 году, как представляется, прекратилось, и предварительные данные свидетельствуют о повышении глобального спроса. Во второй половине 2003 года возобновились также международные слияния и приобретения. Корпоративный сектор в Соединенных Штатах и других ведущих странах добился прогресса в консолидации балансов, состояние которых значительно ухудшилось в первой половине 1990-х годов. Эту корректировку облегчило постепенное снижение степени жесткости денежно-кредитной политики с 2001 года. Подспорьем в этом послужили оживление на фондовых рынках и уменьшение спредов на корпоративные облигации.

**...но риски понижающих тенденций
сохраняют свою значимость**

Хотя риски, связанные с перспективами развития глобальной экономики, в настоящее время более сбалансированы, чем в последние несколько лет, серьезную обеспокоенность по-прежнему вызывает устойчивость глобальных дисбалансов, главным образом из-за наличия колоссального дефицита по счету текущих операций у Соединенных Штатов, который, согласно прогнозам, в 2004 году еще более увеличится. Значительное снижение курса доллара с начала 2002 года – неотъемлемый элемент неизбежного корректировочного процесса, который необходим для выправления этих дисбалансов, но ускоренное, беспорядочное обесценивание доллара в сочетании с резким изменением направления потоков капитала для покрытия дефицита во внешних расчетах вполне могут затормозить глобальный подъем в 2004 году. Значительное беспокойство вызывает неравное распределение бремени корректировочного процесса, которое до сих пор ложилось основным грузом на западную Европу, в то время как страны Азии в стремлении удержать повышение курсов своих валют против доллара пошли на массивные интервенции на валютных рынках. И вновь на передний план выдвинулась обеспокоенность по поводу перебора в структуре валютных курсов и чрезмерного давления корректировочного процесса в краткосрочной перспективе, связанного с сильной неустойчивостью обменных курсов.

**Экономическая ситуация в странах
с формирующейся рыночной экономикой
улучшается**

В 2003 году страны с формирующейся рыночной экономикой оказались в значительном выигрыше от улучшения международных условий, особенно во второй половине года, когда активизировалась внешняя торговля и ускорился приток международного капитала. Чистый приток частного капитала в страны с формирующейся рыночной экономикой в 2003 году возрос до 187 млрд. долл., и тем самым был преодолен наблюдавшийся в предыдущие два года спад (который привел к чистому оттоку капитала) и по этому показателю был достигнут уровень, близкий к среднему за последние

10 лет⁶⁷. Это увеличение было достигнуто за счет портфельных инвестиций, облигаций и банковских займов, в то время как прямые инвестиции сократились. Увеличение притока частного капитала в 2003 году было зафиксировано по всем регионам, и прежде всего на формирующихся рынках Азии. Премии за риск по облигациям стран с формирующейся рыночной экономикой упали до очень низких уровней, поскольку международные инвесторы стали ориентироваться на более высокую доходность и не так остро реагируют на риски.

Азия стала одной из опор глобального роста

Регион развивающихся стран Азии в 2003 году обеспечил темпы роста порядка 7 процентов и тем самым сохранил свои позиции наиболее динамично развивающегося региона мира. Лидером здесь стал Китай, у которого темпы роста составили порядка 9 процентов и который превращается в один из основных источников спроса на иностранные товары и услуги (вставка 2.1.1). В Индии – второй по величине стране региона – темпы роста увеличились до 6 процентов благодаря тому, что она воспользовалась улучшением как внешней конъюнктуры, так и погодных условий. Рост в развивающихся странах Азии был устойчивым, невзирая на вспышку ТОРС (тяжелого острого респираторного синдрома) во втором квартале. Экономическая активность подкреплялась высоким внутренним спросом, который в большинстве стран сформировался в результате стимулирующей экономической политики, а в восточной и юго-восточной Азии – благодаря внутрирегиональной торговле, которая опирается на более глубокую региональную интеграцию производственных сетей. Во втором полугодии дополнительной поддержкой для роста стало повышение активности в мировой экономике и глобальной торговле. Профициты по счетам текущих операций и значительные интервенции на валютных рынках привели к массивному накоплению резервов, прежде всего в Китае, Гонконге, Республике Корея, Сингапуре и Китайской провинции Тайвань. Зеркальным отражением этого стало быстрое увеличение денежной массы в обращении и объемов банковских кредитов.

**Экономические условия в Латинской Америке
улучшаются**

Латинская Америка в 2003 году начала оправляться от спада предыдущего года: она оказалась в выигрыше от улучшения международных условий, которое привело к снижению стоимости внешнего финансирования, повышению цен на сырьевые товары, увеличению поступлений от туризма и росту экспорта нефтепродуктов в Соединенные Штаты. Поддерживая конкурентоспособные обменные курсы, большинство стран региона добились успехов в укреплении

⁶⁷ Institute of International Finance (IIF), *Capital Flows to Emerging Market Economies* (New York), 15 January 2004 [www.iif.com].

ВСТАВКА 2.1.1

Китай в мировой экономике

Макроэкономические показатели

Экономические показатели Китая на протяжении двух последних десятилетий были исключительно высокими. В период с 1980 по 2003 год среднегодовые темпы прироста ВВП составляли 9,4 процента. На базе паритетов покупательной способности (ППС) на Китай сегодня приходится порядка 13 процентов мирового производства по сравнению с менее чем 3,5 процента в начале 1980-х годов. Уровень реального ВВП в 2003 году более чем вдвое превышал уровень 1995 года. Более того, нынешние тенденции свидетельствуют о достижимости цели китайского правительства обеспечить четырехкратное увеличение реального ВВП к 2020 году. В основном этот рост привел к увеличению реальных доходов на душу населения, поскольку рост численности населения замедлился. Реальный ВВП на душу населения (на базе ППС) в 2003 году составлял порядка 14 процентов от уровня Соединенных Штатов по сравнению со всего лишь 3,6 процента в 1980 году. Масштабы ликвидации отставания впечатляют и в том случае, если реальные доходы оцениваются по рыночным обменным курсам (таблица 2.1.2). Китай занял также видное место в мировой торговле как в качестве поставщика, так и в качестве покупателя. Нарастающим итогом стоимостные объемы экспорта и импорта в 2002 и 2003 годах выросли (в долларовом выражении) соответственно на 65 и 70 процентов. В результате этого доля Китая в мировом товарном экспорте в 2003 году выросла примерно до 6 процентов, а в импорте приблизительно до 5,5 процента. Теперь Китай, согласно оценкам, потеснил Японию с места третьей крупнейшей торговой державы (после Соединенных Штатов и Германии). В результате этого всплеска экономической активности спрос Китая превратился в один из главных факторов, определяющих международные цены на сырьевые товары, особенно на промышленное сырье¹.

Быстрый рост экономики Китая на протяжении двух последних десятилетий связан с двумя главными факторами. Во-первых, ориентированные на рынок экономические реформы, начатые в 1978 году, привели к повышению производительности труда за счет стимулирования формирования сельских предприятий и частного бизнеса, создания стимулов к получению прибыли и ослабления государственного контроля за различными аспектами экономической деятельности. Реформы облегчили также интеграцию Китая в мировую экономику посредством постепенной либерализации торговли (Китай официально присоединился к ВТО в декабре 2001 года) и создания привлекательных условий для прямых иностранных инвестиций. Китай превратился в крупного получателя ПИИ, объем которых достиг рекордных уровней в 57,2 млрд. и 56 млрд. долл. в 2002 и 2003 годах, когда эта страна потеснила Соединенные Штаты с места крупнейшего получателя ПИИ в мире. Во-вторых, устойчивые и очень высокие темпы внутреннего накопления капитала (валовые вложения в основной капитал возросли с 27 процентов от ВВП в начале 1980-х годов до более чем 40 процентов в 2003 году) обеспечили экономику стремительно растущим фондом физического капитала (т. е. новые машины и предприятия и расширяющаяся инфраструктура). Согласно оценкам, на эти инвестиции пришлось более двух третей совокупного роста потенциального производства с 1990 года².

Китай в системе глобального производства

В связи с мощным ростом экспорта и импорта (таблица 2.1.2) доли Китая на зарубежных рынках также значительно возросли (диаграмма 2.1.1). Это касается не только Японии, других стран Азии, Соединенных Штатов и Европейского союза, но и СНГ, а также – в несколько меньшей степени – восточной Европы. Либерализация торгового режима стимулировала также китайский импорт, повысив значение страны в качестве рынка сбыта товаров и услуг. Баланс товарной торговли Китая имеет солидное активное сальдо, равно как и его баланс по счету текущих операций. У Китая положительное сальдо в торговле как с ЕС, так и с Соединенными Штатами (диаграмма 2.1.2), но дефицит в торговле с большинством его азиатских партнеров.

При такой общей структуре международной торговли Китай занимает также одно из центральных мест в системах глобального производства. Благодаря низкой стоимости рабочей силы (которая, по оценкам, составляет менее 4 процентов от стоимости рабочей силы в Соединенных Штатах) Китай превращается в мировой центр производства трудоемкой продукции. Китай импортирует сырье и капиталоемкую продукцию, главным образом из азиатских и западных стран, являющихся его торговыми партнерами; затем товары обрабатываются, зачастую в компаниях, финансируемых иностранными инвесторами, и реэкспортируются в промышленно развитые страны. И действительно, на зоны экспортной переработки (ЗЭП) в настоящее время приходится более 50 процентов совокупного экспорта Китая и чуть менее 40 процентов общего импорта; в 1990 году соответствующие доли составляли порядка 17 и 16 процентов. На долю экспорта высокотехнологичной продукции в настоящее время приходится примерно 20 процентов совокупного экспорта, но большая ее часть производится иностранными компаниями при незначительной добавленной стоимости, создаваемой внутри страны. Тем не менее правительство прилагает значительные усилия для поощрения НИОКР (примером является космическая программа Китая), которые в конечном счете обеспечат конкурентоспособность страны в качестве производителя высокотехнологичной продукции.

Валютный режим

С 1997 года китайские власти осуществляют привязку национальной валюты (женьминьби, или юань) к доллару по курсу 8,28 женьминьби за доллар. Однако показатели внутренней и внешней разбалансированности указывают на то, что курс женьминьби значительно занижен и что, вероятно, целесообразно произвести его ревальвацию. В этой связи значительное беспокойство вызывает опасность циклического перегрева экономики. Инвестиции в недвижимость в 2003 году выросли примерно на 30 процентов, и наряду с этим значительно увеличились как денежная масса в обращении, так и объем внутренних кредитов как отражение стремительного накопления международных резервов, главным образом номинированных в долларах государственных облигаций. (Объем международных резервов Китая в настоящее время является вторым по величине в мире.) В этих условиях, как это явствует из некоторых последних аналитических работ, требуется 15–25-процентная ревальвация валюты, чтобы привести номинальный обменный курс в соответствие с его фундаментальным долгосрочным равновесным значением³. Для того чтобы китайская экономика лучше противостояла шоковым потрясениям и могла преодолевать отрицательные финансово-бюджетные последствия будущих структурных реформ, также рекомендуется провести ревальвацию и перейти на более гибкий валютный режим⁴.

ВСТАВКА 2.1.1 (продолжение)

Китай в мировой экономике

Перспективы и задачи на будущее

Большой разрыв в уровнях реальных доходов на душу населения между промышленно развитыми странами и Китаем свидетельствует о том, что эта страна все еще имеет значительный потенциал для долгосрочного роста. В то же время значительное предложение рабочей силы указывает на то, что конкурентные преимущества, связанные с низкими издержками труда, вероятнее всего, сохранятся еще длительное время. Тем не менее для сохранения быстрых темпов роста Китаю необходимо провести дальнейшие экономические реформы в целях повышения эффективности и совокупной производительности факторов производства⁵. Одной из ключевых сфер, в которых требуется государственное вмешательство, является банковский сектор, который сталкивается с проблемой значительного объема сомнительных и безнадежных долгов, составляющих порядка 30–40 процентов от всех непогашенных займов. Это связано с реализацией политических установок по направлению кредитов в крупный государственный сектор для финансирования инвестиционных проектов и представляет собой негативный аспект очень высокого коэффициента отношения капиталовложений к объему производства. Еще один комплекс важных реформ сопряжен с государственными предприятиями. Необходимо укрепить корпоративное управление и ужесточить бюджетную дисциплину, в том числе в целях уменьшения потоков бездействующих кредитов. Реструктуризация таких предприятий приведет к повышению производительности и, следовательно, будет способствовать процессу роста. Дополнительные вложения средств в образование также будут иметь решающее значение как для преодоления растущих разрывов в уровнях доходов, так и для формирования человеческого капитала, необходимого для поддержания долгосрочного роста. И наконец, правительство будет сталкиваться с усиливающимся давлением на рынке труда, особенно по мере того как реформирование государственных предприятий будет вести к дальнейшему увеличению армии безработных. В этом плане ограничения на внутреннюю миграцию представляют собой элементы структурной закрепощенности, которые приводят к неэффективному распределению рабочей силы между секторами и регионами и тем самым увеличивают неравенство в уровнях доходов.

При нынешних тенденциях становление экономики Китая будет оказывать все более глубокое воздействие на мировую экономику в среднесрочной и более долгосрочной перспективе. Это ставит перед Китаем и остальным миром важнейшую задачу адаптации к сопряженным с этим изменениям в глобальных структурах производства и специализации.

¹ K. Morris, "China holds the key to prices and demand", *Financial Times*, 3 January 2004.

² P. Heytens and H. Zebreges, "How fast can China grow?", в W. Tseng and M. Rodlauer (eds.), *China: Competing in the Global Economy* (Washington, D.C., IMF, 2003).

³ J. Williamson, "The renminbi exchange rate and the global monetary system", lecture delivered to Central University of Finance and Economics, (Beijing), 29 October 2003.

⁴ IMF, "IMF concludes 2003 Article IV consultation with the People's Republic of China", *Public Information Notice*, No. 03/136 (Washington, D.C.), 18 November 2003.

⁵ T. Feyzioglu and T. Wang, "China's dynamic economy needs structural reforms to sustain its rapid growth", *IMF Survey*, December 2003.

ТАБЛИЦА 2.1.2

Отдельные макроэкономические показатели Китая, 1980–2003 годы

Единица измерения	1980–1990 ^a	1990–2000 ^a	2000	2001	2002	2003
Реальный ВВП.....	9,8	9,7	8,0	7,5	8,0	9,0
Потребительские цены.....	7,5	7,8	0,4	0,7	-0,8	0,8
Сальдо бюджета ^b	-0,8	-2,2	-3,1	-4,5	-3,0	-3,2
Сальдо баланса по счету текущих операций ..	-0,5	1,8	1,9	1,5	2,8	1,4
Доля в мировом производстве.....						
ВВП по ППС.....	4,6	8,8	11,5	12,1	12,7	13,1
ВВП по текущим обменным курсам.....	2,3	2,5	3,4	3,8	3,9	3,9
ВВП на душу населения (Соединенные Штаты=100).....						
По ППС.....	2,5	8,3	13,1	14,7	15,8	17,2
По текущим обменным курсам.....	4,8	8,9	11,8	12,7	13,4	14,1
Товарная торговля (в долларовом выражении).....						
Экспорт.....	12,9	14,3	27,8	7,0	22,1	34,6
Импорт.....	14,8	11,5	35,8	8,2	21,2	39,9
Доля в мировой торговле.....						
Экспорт.....	1,4	2,7	3,9	4,3	5,1	6,0*
Импорт.....	1,5	2,4	3,4	3,8	4,4	5,5*
Приток ПИИ.....	15,1	28,5	40,8	46,8	52,7	57,0

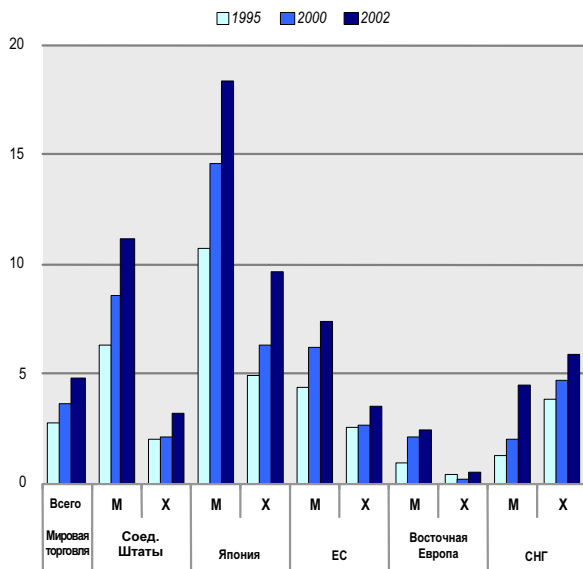
Источник: IMF, *World Economic Outlook 2003* (Washington, D.C.), October 2003; *International Financial Statistics 2003* (Washington, D.C.), 2003. Данные для оценок на 2003 год предоставлены непосредственно ЮНКТАД.

^a По росту реального ВВП, росту экспорта и росту импорта приведены среднегодовые изменения в процентах; по другим параметрам указан среднегодовой уровень.

^b Сальдо финансового баланса центрального правительства; "-" означает дефицит.

ДИАГРАММА 2.1.1

Роль Китая в международной торговле, 1995–2002 годы
(Доли, в процентах)

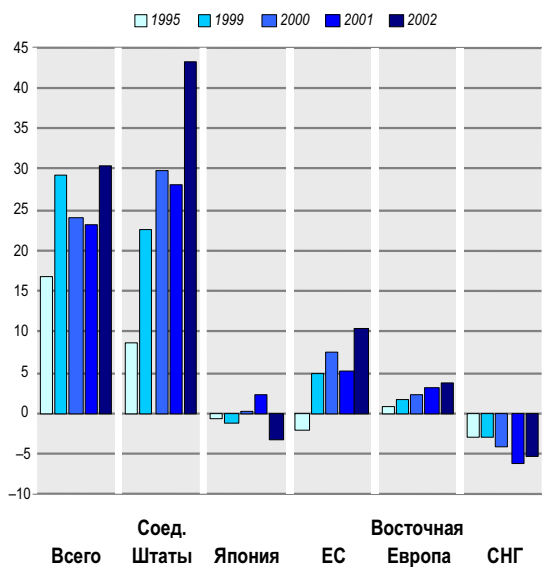


Источник: IMF, *Direction of Trade Statistics 2003* (Washington, D.C.); WTO, *International Trade Statistics 2003* (Geneva).

Примечание: М = импорт стран/регионов из Китая в процентах от совокупного импорта; Х = экспорт стран/регионов в Китай в процентах от совокупного экспорта.

ДИАГРАММА 2.1.2

Сальдо балансов товарной торговли Китая, 1995–2002 годы
(Млрд. долл.)



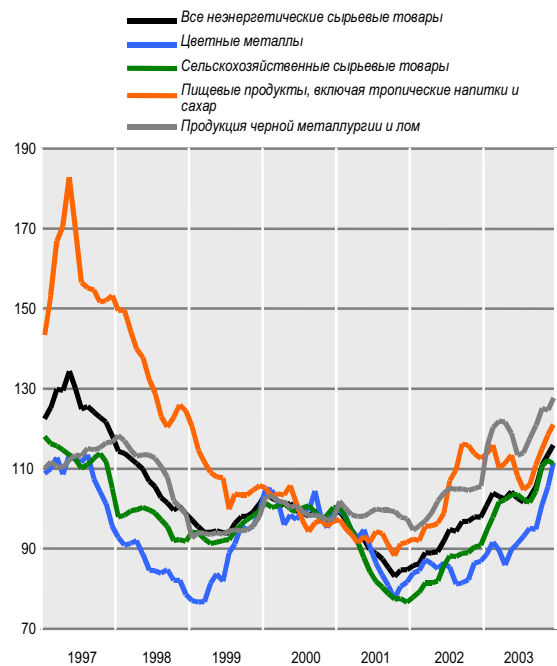
Источник: IMF, *Direction of Trade Statistics 2003* (Washington, D.C.); WTO, *International Trade Statistics 2003* (Geneva).

Примечание: Экспорт: фоб; импорт: сиф.

макроэкономического управления. Опорой для оживления стал экспорт, в том числе сырьевых товаров, поставки которых в Китай значительно возросли. В связи с увеличением товарного экспорта до рекордного уров-

ДИАГРАММА 2.1.3

Цены на неэнергетические сырьевые товары, 1997–2003 годы
(Индексы, 2000 год = 100)



Источник: Hamburg Institute of International Economics (HWWA).

Примечание: Индексы рассчитаны на основе текущих долларовых цен и взвешены по доле сырьевых товаров в импорте промышленно развитых стран.

ня счет текущих операций региона впервые за 50 лет был сведен с активным сальдо. И все же экономические показатели оставались относительно невысокими: региональный ВВП в 2003 году возрос лишь на 1,5 процента⁶⁸. В этот средний показатель внесли свою лепту и стагнация в Бразилии, обусловленная ограничительной макроэкономической политикой, и заметное улучшение экономической ситуации в Аргентине, где ВВП в 2003 году вырос более чем на 7 процентов после 11-процентного сокращения в предыдущем году.

Повышение глобального спроса ведет к повышению цен на сырьевые товары

Цены на неэнергетические сырьевые товары в 2003 году выросли в среднем на 14 процентов, и это стало крупнейшим их повышением за 10 лет (на базе текущих долларовых цен). В декабре 2003 года они возросли против того же периода предыдущего года почти на 20 процентов и тем самым вернулись к уровню 1996 года. Эта динамика была обусловлена главным образом изменением цен на промышленное сырье (т. е. цветные металлы, сельскохозяйственные сырьевые материалы, продукцию черной металлургии и лом); цены же на продовольственные товары после их резкого увеличения из-за временных сбоев в поставках во втором

⁶⁸ ECLAC, *Preliminary Overview of the Economies of Latin America and the Caribbean* (Santiago), December 2003 [www.eclac.org].

полугодии 2002 года выросли менее заметно (диаграмма 2.1.3)⁶⁹.

С начала 2002 года рост цен на промышленное сырье определялся ожидавшимся и фактическим оживлением в мировой экономике и, следовательно, наращиванием глобального промышленного производства. Этот сценарий соответствует предыдущим циклам изменений цен на сырьевые товары. Вместе с тем специфической особенностью нынешнего циклического подъема является особенно весомая роль Китая в качестве потребителя сырьевых товаров. В силу особой модели его развития (прежде всего материалоемкости, быстрых темпов роста и размеров экономики – см. вставку 2.1.1) Китай превратился в ведущего импортера ряда сырьевых товаров, обеспечив значительную долю повышения мирового спроса и подтолкнув вверх цены, особенно цены на некоторые виды промышленного сырья. Этот процесс сопровождается также быстрым увеличением потребления энергоресурсов. Поскольку Китай является чистым импортером сырой нефти, он начал оказывать сильное влияние на рынок нефти, где, как предполагается, на него приходится треть повышения мирового спроса в 2003 и 2004 годах.

Цены на сырую нефть остаются высокими

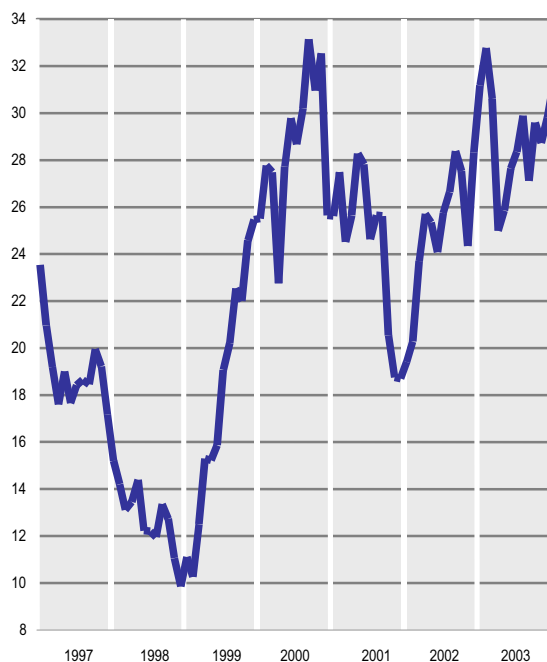
Цены на нефть в 2003 году оставались на относительно высоком уровне: в среднем они составили около 29 долл. за баррель (цена спот на марку "Брент"), т. е. на 16 процентов превысили уровень предыдущего года и достигли самого высокого уровня с 2000 года (диаграмма 2.1.4). Цены в 2003 году были несколько выше верхней границы установленного ОПЕК диапазона от 22 до 28 долл. за баррель. Удержанию цен на этих уровнях способствовали геополитические неурядицы и факторы неопределенности (например, война в Ираке, мировой терроризм и страх перед ним, а также специфические национальные проблемы). Сбои в поставках (например в Венесуэле, Индонезии, Ираке и Нигерии) и повышение спроса в связи с созданием резервов воспрепятствовали стабилизации цен на более низком уровне. В этой обстановке страны ОПЕК (исключая Ирак) смогли поднять добычу нефти почти до максимума мощностей (недобор квот одними странами был компенсирован превышением квот другими), и не входящие в ОПЕК производители также увеличили поставки. Мировой спрос на нефть в связи с оживлением глобальной экономической активности в 2003 году повысился на 1,9 процента, что стало его крупнейшим увеличением за четыре года⁷⁰.

⁶⁹ Для потребителей в зоне евро повышение цен в долларах было более чем нейтрализовано удорожанием собственной валюты. В евро цены на неэнергетические сырьевые товары в 2003 году были в среднем на 5 процентов ниже, чем в 2002 году; это стало третьим подряд годовым падением цен на такие товары, выраженных в евро.

⁷⁰ International Energy Agency, *Monthly Oil Market Report* (Paris), 16 January 2004 [omrpublic.iea.org].

ДИАГРАММА 2.1.4

Цены на сырую нефть, январь 1997 года – январь 2004 года
(Долл./баррель)



Источник: United States Department of Energy, *Weekly Petroleum Status Report* (Washington, D.C.), различные выпуски [www.eia.doe.gov].

Примечание: Среднемесячные спотовые цены на марку "Брент".

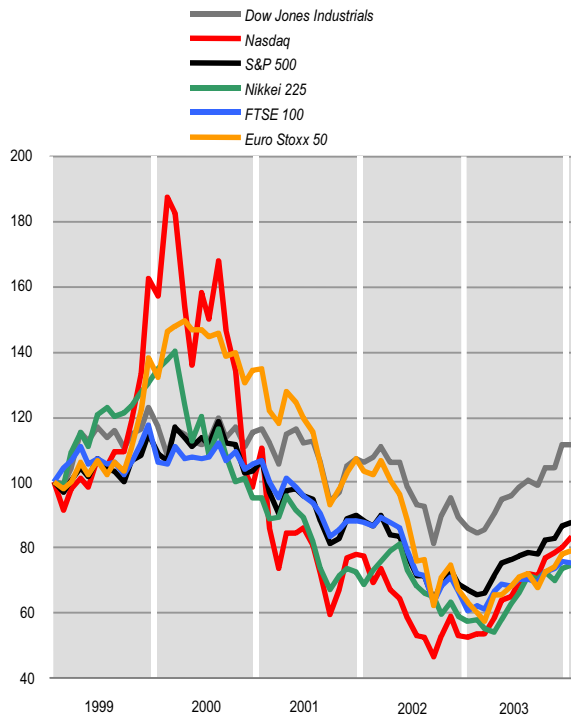
Ожидается, что в 2004 году глобальный спрос на нефть возрастет примерно на 1,5 процента в результате продолжения подъема в мировой экономике. Согласно прогнозам, предложение нефти увеличится еще на большую величину благодаря задействованию потенциала стран, не входящих в ОПЕК. Предполагается, что цены на нефть будут ниже, чем в 2003 году, хотя сохраняющаяся геополитическая напряженность может привести к развитию событий в обратном направлении.

Благоприятный год для глобальных фондовых рынков

После стагнации в первом квартале, обусловленной военными рисками, 2003 год оказался благоприятным для глобальных фондовых рынков (диаграмма 2.1.5). Улучшение перспектив развития международной экономики и благоприятные отчеты о корпоративных доходах подхлестнули активность на глобальных фондовых рынках во втором полугодии. В Соединенных Штатах промышленный индекс Доу-Джонса, характеризующий состояние первоклассных корпораций, в конце года оказался примерно на 21,5 процента выше по сравнению с январем 2003 года, а более широкий индекс СиП-500 увеличился более чем на 22 процента. Наиболее динамичный рост был отмечен по акциям циклически ориентированных корпораций, особенно в высокотехнологичных секторах: составной индекс НАСДАК (по компаниям высокотех-

ДИАГРАММА 2.1.5

Международные цены акций, январь 1999 года – январь 2004 года
(Индексы, январь 1999 года = 100)



Источник: Вебсайты в Интернете [finance.yahoo.com] и [www.Stoxx.com].

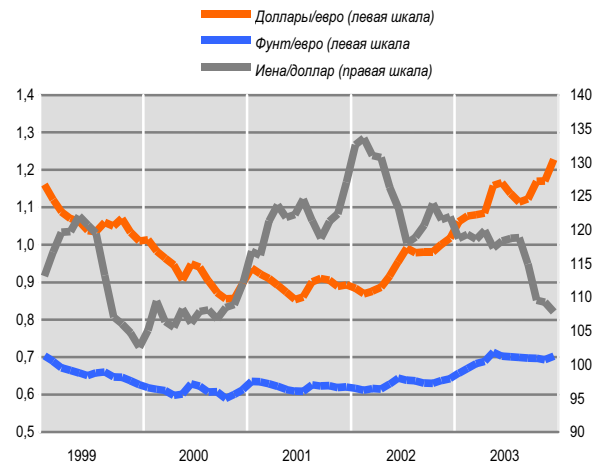
Примечание: Данные на конец месяца, за исключением января 2004 года (данные на 13 января 2004 года).

нологического сектора) увеличился на 44 процента и достиг самого высокого уровня с июля 2001 года. Всплеск на фондовом рынке вновь породил обеспокоенность по поводу того, что, исходя из исторически сложившихся коэффициентов соотношения курсов и доходов, акции компаний Соединенных Штатов представляются довольно дорогостоящими, что указывает на риск обращения вспять тенденций в случае, если ожидаемого увеличения прибылей корпораций так и не произойдет.

В зоне евро активность на фондовых рынках была менее высокой, и это отражало более скромные перспективы экономического роста и увеличения прибылей, что, в свою очередь, было отчасти связано с повышением курса евро. В конце 2003 года панъевропейские индексы ("Евро Стокс-50" и "Стокс-50", которыми охватываются, соответственно, зона евро и Европейский союз) были примерно на 9,5 и на 6 процентов выше по сравнению с январем 2003 года, невзирая на значительные потери во втором квартале. Наиболее динамичным национальным индексом в Европе был немецкий индекс ДАКС, который за 2003 год вырос примерно на 28 процентов. Отчасти это отражало преодоление значительных потерь, понесенных в 2002 году. В Японии индекс "Нikkeи" в конце года примерно на 23 процента превышал свое январское значение. Это было первое его увеличение за год в целом с 2000 года.

ДИАГРАММА 2.1.6

Двусторонние обменные курсы основных валют, 1999–2003 годы

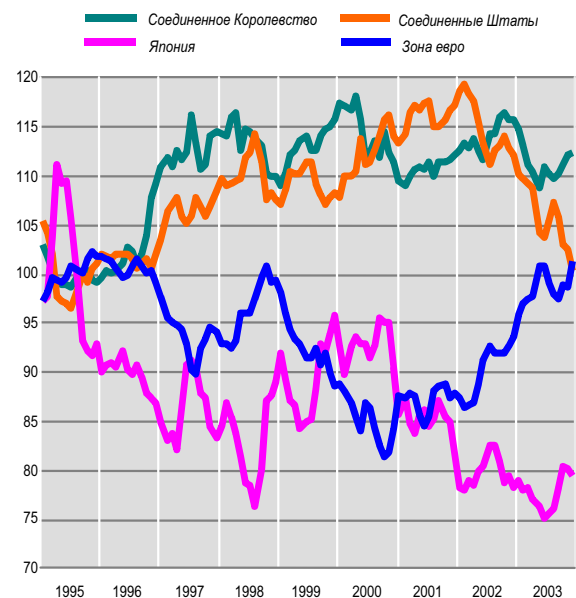


Источник: Евростат, база данных "NewCronos".

Примечание: Среднемесячные показатели.

ДИАГРАММА 2.1.7

Реальные эффективные обменные курсы основных валют, 1995–2003 годы
(Индексы, 1995 год = 100)



Источник: Евростат, база данных "NewCronos".

Примечание: Дефлятировано с помощью индексов потребительских цен.

Курс доллара продолжает падать

С начала 2002 года основной тенденцией на международных валютных рынках являлось устойчивое снижение курса доллара в Соединенных Штатах: оно продолжалось на протяжении 2003 года, но значительно ускорилось в декабре 2003 года. Большой дефицит Соединенных Штатов по счету текущих операций счи-

тается главным фактором, в силу которого финансовые рынки снижают свои оценки устойчивого обменного курса доллара. На двустороннем уровне в период с февраля 2002 года по декабрь 2003 года среднемесячный обменный курс доллара снизился по отношению к евро на 29 процентов. Это соответствует повышению курса евро на 41 процент. За тот же период курс доллара пережил падение по отношению к иене и фунту стерлингов примерно на 19 процентов. С октября 2000 года, когда его курс был самым низким, евро подорожал почти на 44 процента по отношению к доллару и на 43 процента по отношению к иене (диаграмма 2.1.6).

Реальный эффективный обменный курс доллара снизился в период между февралем 2002 года, когда им был достигнут предыдущий среднемесячный пик, и декабрем 2003 года примерно на 12 процентов, но он все же был несколько выше предыдущего низкого значения, достигнутого в июле 1995 года. За тот же период реальный эффективный обменный курс евро вырос на 22 процента, а иена подорожала лишь примерно на 8 процентов (диаграмма 2.1.7).

ii) Северная Америка

Соединенные Штаты: экономический подъем набирает обороты...

В *Соединенных Штатах* заметное повышение экономической активности в третьем квартале 2003 года было обусловлено главным образом быстрым ростом расходов на частное потребление, который был вызван сокращением подоходных налогов, благоприятным воздействием повышения цен на акции на благосостояние населения, устойчивым ростом цен на недвижимость и продолжением рефинансирования ипотечных кредитов по низким процентным ставкам (таблица 2.1.3). Норма личных сбережений оставалась низкой: в первые три квартала 2003 года на них приходилось в среднем около 2¼ процента располагаемых доходов. Низкие процентные ставки способствовали также наращиванию инвестиций в жилищное строительство и бизнес. Инвестиции последней категории, которые особенно значительно выросли в секторе ИКТ, подкреплялись также повышением уровней корпоративных прибылей в последние два года. В третьем квартале 2003 года резко вырос экспорт, более чем компенсировав совокупное падение в три предыдущих квартала. Напротив, рост импорта замедлился практически до состояния стагнации, что вызывает удивление ввиду мощного роста внутреннего спроса и снижения курса доллара и скорее всего отражает действие особых факторов временного характера. В целом изменения в объеме чистого экспорта внесли небольшой позитивный вклад в экономический рост в третьем квартале (диаграмма 2.1.8).

Имеющиеся показатели свидетельствуют о том, что в заключительном квартале 2003 года экономические условия по-прежнему улучшались. Продолжал рас-

ТАБЛИЦА 2.1.3

Динамика реального ВВП и основных компонентов расходов в Соединенных Штатах, IV квартал 2002 года – III квартал 2003 года
(Изменения в процентах к предыдущему кварталу с поправкой на сезонные колебания)

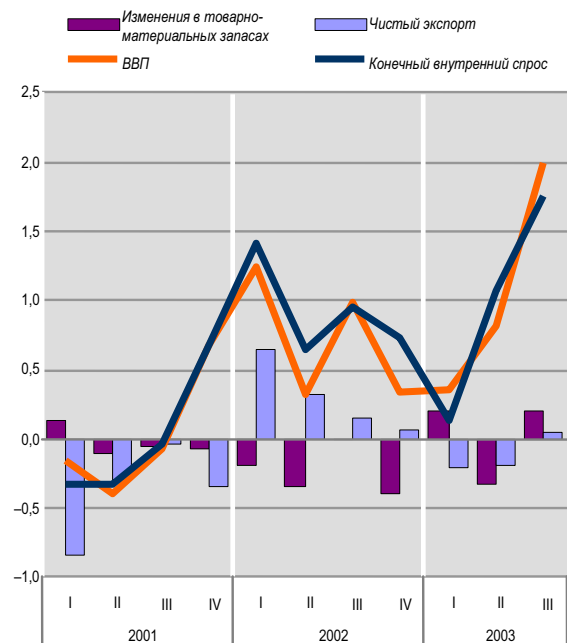
	2002		2003	
	IV кв.	I кв.	II кв.	III кв.
Частное потребление	0,4	0,5	0,9	1,6
Конечные государственные потребительские расходы	1,4	0,2	2,1	-0,1
Валовые вложения в основной капитал	0,9	-0,1	1,7	3,7
Товарно-материальные запасы ^a	0,1	-0,2	-0,2	-
Совокупные внутренние расходы	0,7	0,1	1,1	1,8
Экспорт товаров и услуг	-1,5	-0,3	-0,2	2,6
Импорт товаров и услуг	1,8	-1,6	2,1	0,4
Чистый экспорт ^a	-0,4	0,2	-0,3	0,2
ВВП	0,3	0,4	0,8	2,0

Источник: Министерство торговли Соединенных Штатов, Бюро экономического анализа.

^a Вклад в рост реального ВВП по отношению к предыдущему кварталу в процентных пунктах с поправкой на сезонные колебания.

ДИАГРАММА 2.1.8

Поквартальная динамика реального ВВП и основных компонентов расходов в Соединенных Штатах, I квартал 2001 года – III квартал 2003 года
(ВВП и конечный внутренний спрос: процентные изменения к предыдущему кварталу с поправкой на сезонные колебания)



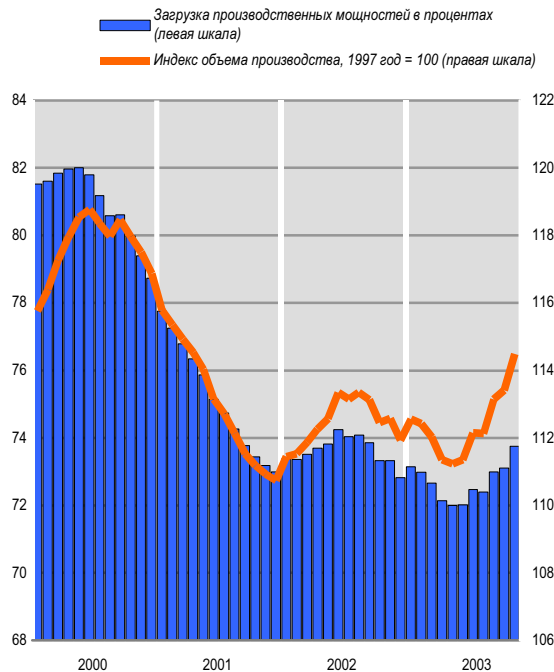
Источник: Министерство торговли Соединенных Штатов.

Примечание: Реальный чистый экспорт и изменения в товарно-материальных запасах: вклад в рост реального ВВП в процентных пунктах.

ти объем производства в обрабатывающей промышленности, и начали увеличиваться показатели использования производственных мощностей, хотя они все еще значительно ниже долгосрочных средних показателей (диаграмма 2.1.9). Индекс ассоциации менеджеров по

ДИАГРАММА 2.1.9

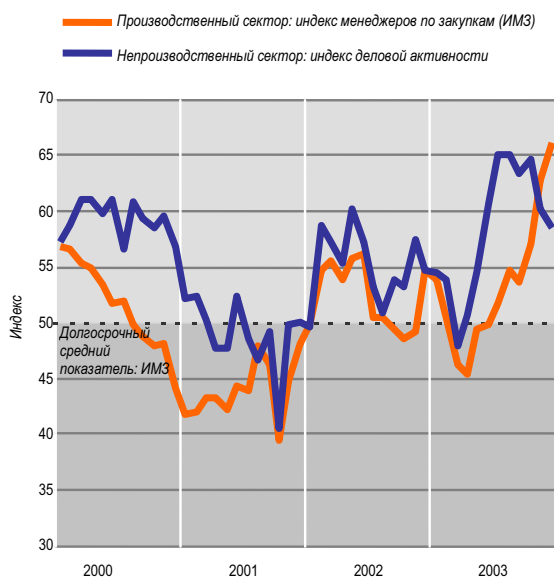
Месячные объемы производства и уровни загрузки производственных мощностей в обрабатывающей промышленности Соединенных Штатов, январь 2000 года – ноябрь 2003 года (Индекс, проценты)



Источник: Совет Федеральной резервной системы [www.federalreserve.gov].
Примечание: Данные с поправкой на сезонные колебания.

ДИАГРАММА 2.1.10

Обследования деловой активности в Соединенных Штатах, 2000–2003 годы (В процентах)



Источник: Институт управления поставками (Аризона) [www.ism.ws].
Примечание: Значение индекса выше (ниже) 50 свидетельствует об общем росте (спаде) в секторе. Долгосрочный средний показатель ИМЗ за 1990–2002 годы.

закупкам (ИМЗ), характеризующий активность в обрабатывающей промышленности, достиг в декабре 2003 года самого высокого уровня за 20 лет, что свидетельствует о дальнейшем заметном улучшении условий коммерческой деятельности. Вместе с тем это контрастирует с результатами обследований предприятий, которые указывают на некоторое замедление темпов роста в секторе услуг (диаграмма 2.1.10). На фоне ускорения экономического роста индексы уверенности деловых кругов и потребителей во второй половине 2003 года возросли (диаграмма 2.1.11), но повышение потребительской уверенности по-прежнему сдерживалось отсутствием существенных улучшений на рынке труда.

... но это пока не коснулось рынка труда

Нынешнее оживление экономики Соединенных Штатов доходит до рынка труда даже медленнее, чем при предыдущем экономическом подъеме в 1991–1992 годах⁷¹. Хотя резкое падение занятости с 2000 года к середине 2003 года прекратилось, в последующие месяцы было отмечено лишь умеренное увеличение этого показателя, которое в декабре переросло в фактическую стагнацию. Уровень безработицы значительно снизился с предыдущего пика в 6,3 процента, достигнутого в июне 2003 года, и по состоянию на конец года равнялся 5,7 процента (диаграмма 2.1.12). Однако это снижение было обусловлено главным образом уходом людей из категории экономически активного населения, и прежде всего юношей и девушек, которые перед лицом неблагоприятных перспектив получения работы предпочитали продлевать свое обучение.

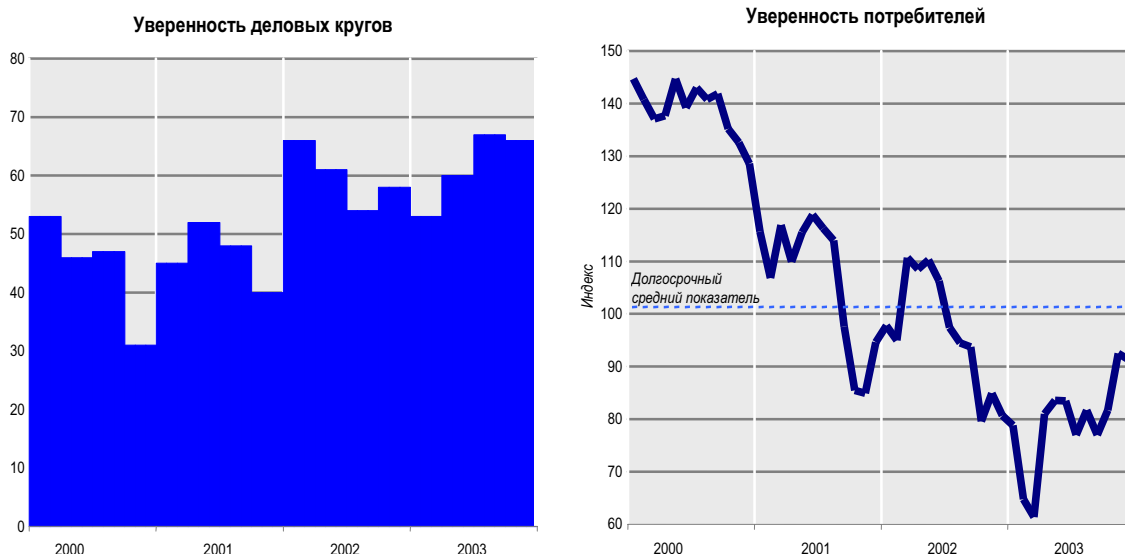
Продолжается мощный рост производительности труда

Оборотной стороной безработицы в условиях подъема являются очень высокие темпы роста производительности труда. В 2001 и 2002 годах рост производительности намного превысил рост объема производства, что было связано с заметным сокращением количества отработанных часов. Эта тенденция сохраняла свое действие в течение двух первых кварталов 2003 года. Достижение исключительно (и неоправданно) высокого показателя прироста производства в третьем квартале (в пересчете на годовую основу и с поправками на сезонные факторы – более 10 про-

⁷¹ В январе 2004 года, если судить по хронологии циклов экономической активности, установленной Национальным бюро экономических исследований (НБЭИ), нынешний подъем продолжался уже порядка 25 месяцев [www.nber.org/cycles/july2003.html]. Во время подъема 1991–1992 годов занятость начала мощно расти примерно через 18 месяцев после преодоления нижней точки циклического спада. Это резко отличается от предыдущих подъемов послевоенного периода, когда за возобновлением экономического роста практически сразу же следовало значительное повышение занятости. E. Goshen and S. Potter, "Has structural change contributed to a jobless recovery?", Federal Reserve Bank of New York, *Current Issues in Economics and Finance*, Vol. 9, No. 8, 2003, и E. Rissman, "Can sectoral labor reallocation explain the jobless recovery?", Federal Reserve Bank of Chicago, *Chicago Fed Letter*, No. 197, December 2003.

ДИАГРАММА 2.1.11

Уверенность деловых кругов и потребителей в Соединенных Штатах, 2000–2003 годы
(Уверенность деловых кругов – обработанные результаты; уверенность потребителей – индексы, 1985 год = 100)

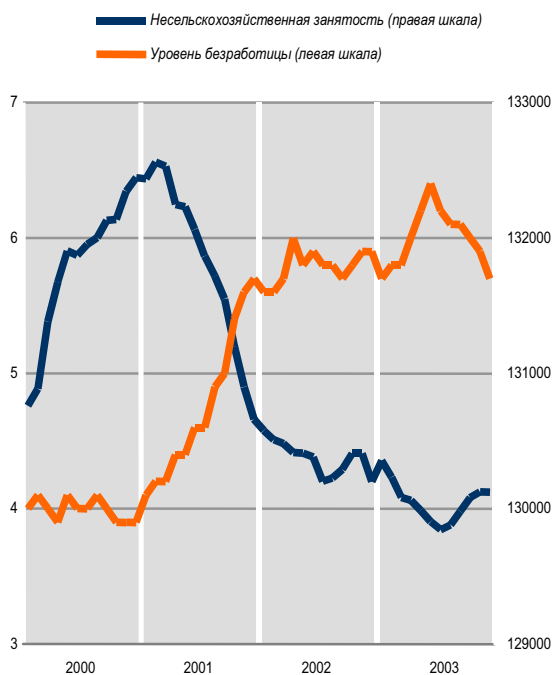


Источник: "Конференс Борд" [www.conference-board.org].

Примечание: В случае уверенности деловых кругов значение показателя более 50 указывает на преобладание утвердительных ответов над отрицательными (квартальные показатели). Долгосрочный средний показатель уверенности потребителей за 1990–2002 годы.

ДИАГРАММА 2.1.12

Занятость и безработица в Соединенных Штатах, 2000–2003 годы
(В тыс. чел., в процентах)



Источник: Министерство труда Соединенных Штатов, Бюро статистики труда [www.bls.gov].

Примечание: Безработица определяется в процентах от гражданской рабочей силы в возрасте не менее 16 лет; несельскохозяйственная занятость представляет собой численность наемных работников (данные предприятий).

центров) было практически полностью обусловлено ускорением роста производительности труда: следовательно, увеличение показателей использования рабочей силы было очень скромным (таблица 2.1.4). Рост производительности удерживает увеличение удельных издержек труда и тем самым помогает сдерживать инфляцию. Хотя официальная инфляция в 2003 году выросла до 2,3 процента (с 1,6 процента в 2002 году), главным образом из-за повышения цен на энергию, показатели базовой инфляции (из которых исключаются цены на продукты питания и энергию) продолжали снижаться и в 2003 году составили в среднем 1,5 процента против 2,3 процента в 2002 году.

Дефицит по счету текущих операций продолжает возрастать и теперь сочетается с дефицитом государственного бюджета

В 2003 году дефицит по счету текущих операций увеличился почти до 500 млрд. долл., что соответствует 5 процентам ВВП. В 2002 году годовой дефицит баланса по счету текущих операций составлял 480,7 млрд. долл., или 4,6 процента от ВВП. На пике предыдущего цикла в 2002 году этот дефицит был равен 4,2 процента от ВВП. В то время консолидированный государственный бюджет был профицитным, т. е. дисбаланс во внешних расчетах полностью отражал превышение частных инвестиций над частными сбережениями⁷². По

⁷² В рамках системы национальных счетов сальдо баланса по счету текущих операций по определению равно сумме сальдо финансового баланса частного сектора (сбережения за вычетом инвести-

ТАБЛИЦА 2.1.4

Объем производства, количество отработанных часов и производительность труда в несельскохозяйственном предпринимательском секторе в Соединенных Штатах, 2000–2003 годы

(Изменения в процентах к предыдущему периоду, квартальные изменения в пересчете на годовую основу)

	2000	2001	2002	2003		
				I кв.	II кв.	III кв.
Объем производства	4,0	-0,1	2,7	1,4	4,6	10,3
Количество отработанных часов	1,0	-2,0	-2,5	-0,7	-2,2	0,8
Производительность труда ..	2,9	1,9	5,4	2,1	7,0	9,4

Источник: Министерство труда Соединенных Штатов, Бюро статистики труда [www.bls.gov].

Примечание: Производительность труда представляет собой объем произведенной продукции за отработанный час.

существо именно быстрое ухудшение состояния финансового баланса частного сектора явилось зеркальным отражением увеличения дефицита по счету текущих операций с 1,4 процента от ВВП в 1995 году до 4,2 процента в 2002 году. За тот же период дефицит государственного финансового баланса, соответствовавший 3,1 процента ВВП в 1995 году, в 1998 году сменился профицитом, который постепенно увеличивался до 2000 года (диаграмма 2.1.13). Ситуация радикально изменилась во время последнего циклического спада, когда для поддержки частного внутреннего потребления были приняты меры активного стимулирования в рамках финансово-бюджетной политики, а частный сектор перекраивал свои балансы после резкого увеличения задолженности в годы бума второй половины 1990-х годов. Таким образом, поскольку в период с 2000 по 2003 год дефицит по счету текущих операций увеличился до 5 процентов от ВВП, резко изменилось и состояние той части внутреннего баланса, которая является зеркальным отражением баланса внешних расчетов: финансовая консолидация в частном (в основном корпоративном) секторе была с лихвой перекрыта структурным ухудшением состояния консолидированного государственного финансового баланса.

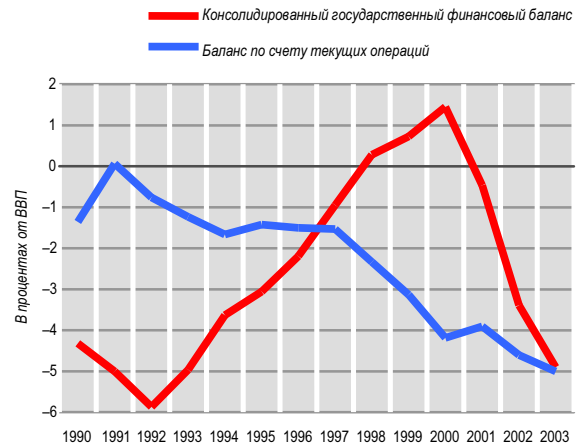
Если взглянуть на это положение дел с иной точки зрения, то следует отметить, что увеличение дефицита по счету текущих операций во второй половине 1990-х годов финансировалось главным образом за счет притока частного иностранного капитала, который привлекали более высокие ожидавшиеся нормы прибыли в американской экономике. В последнее время положение изменилось: приток капитала, который требуется для финансирования дефицита во внешних расчетах, теперь состоит в первую очередь из закупок

ций) и сальдо государственного финансового баланса. При данном конкретном состоянии финансового баланса частного сектора любое изменение государственного финансового баланса будет полностью соответствовать изменению баланса по счету текущих операций. То же самое с учетом соответствующих различий касается и данного конкретного государственного финансового баланса или данного конкретного баланса по счету текущих операций.

ДИАГРАММА 2.1.13

Баланс по счету текущих операций и консолидированный государственный финансовый баланс Соединенных Штатов, 1990–2003 годы

(В процентах от ВВП, (+) активное сальдо (профицит)/(-) дефицит)



Источник: OECD Economic Outlook No. 74 (Paris), December 2003.

Примечание: 2003 год – прогнозы.

иностранцами (главным образом, центральными банками) государственных облигаций Соединенных Штатов, и прежде всего казначейских векселей.

Финансово-бюджетная политика Соединенных Штатов имеет ярко выраженный стимулирующий характер

Финансово-бюджетная политика в 2003 году продолжала носить ярко выраженный стимулирующий характер. Циклически скорректированный бюджетный дефицит вырос в 2003 году до 4,5 процента от ВВП – на 1,5 процентного пункта по сравнению с 2002 годом. Дефицит консолидированного государственного финансового баланса, согласно оценкам, составил в 2003 году 4,9 процента от ВВП против 3,4 процента в предыдущем году. Иными словами, практически весь дефицит носит структурный характер, т. е. он не исчезнет автоматически в ходе циклического подъема. В 2000 году еще существовал структурный бюджетный дефицит, соответствовавший 0,9 процента потенциального ВВП⁷³. В период между 2000 и 2003 годами кумулятивный импульс финансово-бюджетной политики (рассчитываемый как изменение состояния циклически скорректированного государственного финансового баланса) соответствует 5,4 процента потенциального ВВП. Этот значительный сдвиг отражает главным образом последствия сокращения подоходных налогов (в 2001 и 2003 годах) и увеличения расходов на оборону и внутреннюю безопасность, а также выборочного увеличения расходов на пособия. В целом признается, что, хотя эти меры и помогли вытянуть экономику из рецессии, финансово-бюджетная политика в настоящее

⁷³ OECD Economic Outlook No. 74 (Paris), December 2003, annex tables 28 and 29.

время вряд ли способна оправдать себя, особенно учитывая бюджетно-финансовые последствия прогнозируемых тенденций в государственных расходах на здравоохранение и пенсии, которые, в частности, отражают демографические изменения.

Денежно-кредитная политика становится все более и более мягкой...

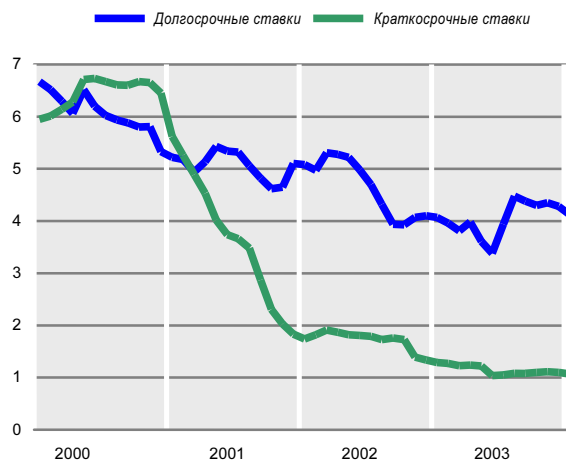
Совет Федеральной резервной системы проводил денежно-кредитную политику без каких-либо изменений с конца июня 2003 года, когда контрольный показатель ставки по федеральным фондам был снижен на 25 базисных пунктов до 1 процента. (В 2000 году на пике предыдущего цикла контрольный показатель составлял 6,5 процента.) Этот шаг был вызван обеспокоенностью по поводу рисков дефляции, которые снизились во втором полугодии, когда оживление в экономике набрало обороты. Ввиду превалировавших низких темпов инфляции, значительной доли свободных производственных мощностей и мнения о том, что устойчивость подъема пока не обеспечена, ФОМК объявил, что либеральный курс в денежно-кредитной политике "может поддерживаться в течение значительного периода"⁷⁴, повлияв тем самым также на ожидания инвесторов на рынках облигаций в отношении долгосрочных процентных ставок и избежав, таким образом, нежелательного повышения степени крутизны кривой доходности на этом этапе подъема.

... и доходность долгосрочных облигаций возросла

В ответ на решения, принятые в рамках денежно-кредитной политики, номинальные краткосрочные процентные ставки (трехмесячные ставки) с конца июня 2003 года упали примерно до 1 процента (диаграмма 2.1.14). Реальные краткосрочные ставки на протяжении всего 2003 года были отрицательными. Эффект от этого очень либерального курса денежно-кредитной политики усиливался резким снижением реального эффективного курса доллара, которое за 12 месяцев до января 2004 года составило около 9 процентов. На рынках капиталов доходность по 10-летним казначейским облигациям в декабре 2003 года достигла в среднем 4,3 процента против 3,4 процента в июне 2003 года. В июне доходность была самой низкой с середины 1958 года⁷⁵. Резкое повышение доходности долгосрочных облигаций в последующие недели было вызвано массовым сбросом облигаций на глобальных рынках в ответ на решение ФОМК снизить процентные ставки лишь на 25 базисных пунктов вместо 50 базисных пунктов, на что рассчитывали инвесторы на рынках облигаций. Меньшее, чем ожидалось, сокращение было истолковано как не соответствующее сигналам Федеральной

ДИАГРАММА 2.1.14

Номинальные краткосрочные и долгосрочные процентные ставки в Соединенных Штатах, январь 2000 года – январь 2004 года
(В процентах годовых)



Источник: Совет Федеральной резервной системы [www.federalreserve.gov].

Примечание: Среднемесячные показатели. Краткосрочные ставки: трехмесячные межбанковские ставки. Долгосрочные ставки: доходность по 10-летним государственным облигациям.

резервной системы, из которых вытекало, что она готова использовать нетрадиционные меры политики (такие, как прямая закупка государственных облигаций) с целью избежать дефляции. Это предположение привело к значительному повышению спроса на казначейские облигации в предшествующие недели, что привело к снижению доходности практически до рекордно низких уровней. Но последующий рост доходности также отчасти отражал повышение степени оптимистичности ожиданий инвесторов на рынках облигаций относительно краткосрочных перспектив глобального роста⁷⁶.

Канадская экономика переживает шоковые потрясения

В Канаде тенденция значительного замедления темпов экономического роста, действовавшая на протяжении 2002 года, сохранилась и в первой половине 2003 года. Но в циклическом спаде нижняя точка, как представляется, была достигнута во втором квартале, когда ВВП несколько сократился (таблица 2.1.1). В третьем квартале началось умеренное оживление, подкрепленное по-прежнему высокими расходами на частное потребление и увеличением валовых вложений в основной капитал. За сокращением экспорта в первые два квартала последовало его небольшое увеличение, и изменения в реальном чистом экспорте внесли некоторый позитивный вклад в экономический рост. Этому предшествовали три квартала подряд, на протяжении которых реальный чистый экспорт значительно тормо-

⁷⁴ The Federal Reserve Board, Press Release, 9 December 2003 [www.federalreserve.gov]

⁷⁵ Самой низкой ставкой с 1953 года была среднемесячная ставка в размере 2,29 процента в апреле 1954 года.

⁷⁶ Более детальный анализ см. BIS, *Quarterly Review*, September 2003, pp. 1-9.

зил экономический рост. В конце концов реальный ВВП в 2003 году вырос на 1,8 процента, т. е. значительно меньше по сравнению с приростом в 3,3 процента в предыдущем году.

На экономическую активность в Канаде в 2003 году отрицательно повлияли распространение ТОРС и губчатой энцефалопатии крупного рогатого скота ("коровьего бешенства"); кроме того, значительное повышение курса канадского доллара к доллару Соединенных Штатов негативно сказалось на экспорте. Положение на рынке труда во втором полугодии улучшилось, и в конце 2003 года уровень занятости был выше по сравнению с предшествующим годом на 1,7 процента. Однако уровень безработицы остался неизменным – 7,4 процента. Высокие темпы инфляции вынудили Банк Канады поднять свою ключевую процентную ставку в начале 2003 года, но в сентябре, когда инфляция снизилась до установленного Банком диапазона (1–3 процента), это решение было отменено. В январе 2004 года органы денежно-кредитной сферы вновь снизили процентные ставки до 2,5 процента, отреагировав на умеренные прогнозы инфляции и на последствия тормозившего рост повышения обменного курса. Допуская действие автоматических стабилизаторов, финансово-бюджетная политика в 2003 году была все же относительно жесткой, и циклически скорректированный бюджетный профицит увеличился на половину процентного пункта, достигнув 1,1 процента от ВВП. Фактический консолидированный государственный финансовый баланс, который с 1997 года сводился с профицитом, в 2003 году соответствовал 1 проценту ВВП, т. е. несколько превышал профицит предшествующего года.

iii) Япония

Встала ли Япония на путь устойчивого подъема?

В Японии оживление экономической активности, начавшееся в 2002 году, продолжилось и в 2003 году. Хотя оценки экономического роста в третьем квартале 2003 года были пересмотрены в сторону снижения до 0,3 процента, тем не менее был зарегистрирован рост седьмой квартал подряд. Согласно оценкам, за год в целом реальный ВВП увеличился на 2¼ процента. Главной движущей силой этого оживления был чистый экспорт, обусловленный высоким спросом со стороны Соединенных Штатов и Азии, и прежде всего Китая. Второй главной опорой экономического роста стали инвестиции предприятий в основной капитал, подкрепленные ростом корпоративных прибылей и улучшением перспектив наращивания продаж и прибылей. Положительное сальдо по счету текущих операций в 2003 году, согласно оценкам, составило около 3 процентов от ВВП – несколько больше, чем в 2002 году. В четвертом квартале 2003 года дефляция потребительских цен фактически прекратилась.

И финансово-бюджетная, и денежно-кредитная политика по-прежнему характеризовались стимули-

рующим курсом. Циклически скорректированный бюджетный дефицит в 2002 году возрос до 6,9 процента от ВВП, главным образом в результате сокращения корпоративных налогов. Совокупный дефицит вырос на 0,3 процентных пункта до 7,4 процента от ВВП⁷⁷. Банк Японии удерживал краткосрочные процентные ставки на уровне, близком к нулю, и неоднократно повышал контрольный показатель остатков на текущих счетах (обязательные ликвидные резервы), открытых коммерческими банками в центральном банке. Обеспокоенность по поводу ценовой конкурентоспособности экспорта и устойчивости подъема, приводимого в движение экспортом, вынудили власти пойти на интервенции на валютных рынках в объеме порядка 20 трлн. иен (150 млрд. долл.), чтобы удержать повышение курса иены по отношению к доллару и косвенно по отношению к китайскому юаню, который привязан к доллару.

2.2 Западная Европа

Ускорение роста экспорта в третьем квартале 2003 года начало вытягивать западную Европу из затянувшейся экономической стагнации, начавшейся в третьем квартале 2002 года. За год в целом реальный ВВП вырос только на 0,9 процента. Был зафиксирован лишь умеренный прирост частного потребления, которое, тем не менее, являлось главной опорой экономической активности. Вложения в основной капитал несколько сократились, а изменения в реальном чистом экспорте тормозили экономический рост. Это был худший год для экономики с 1993 года, когда была отмечена стагнация реального ВВП, и отражало это главным образом неблагоприятные показатели роста в Германии, Италии и Франции, которые являются тремя крупнейшими странами зоны евро⁷⁸. Контрастом на этом фоне смотрелось продолжение мощного экономического роста в Соединенном Королевстве, находящемся за пределами зоны евро. Вне рамок ЕС наибольшего внимания заслуживает сохранение высоких темпов роста в Турции и выход из полосы спада Израиля и Исландии.

i) Зона евро

а) Основные макроэкономические тенденции

Оживление под воздействием роста экспорта повышает ожидания среди деловых кругов

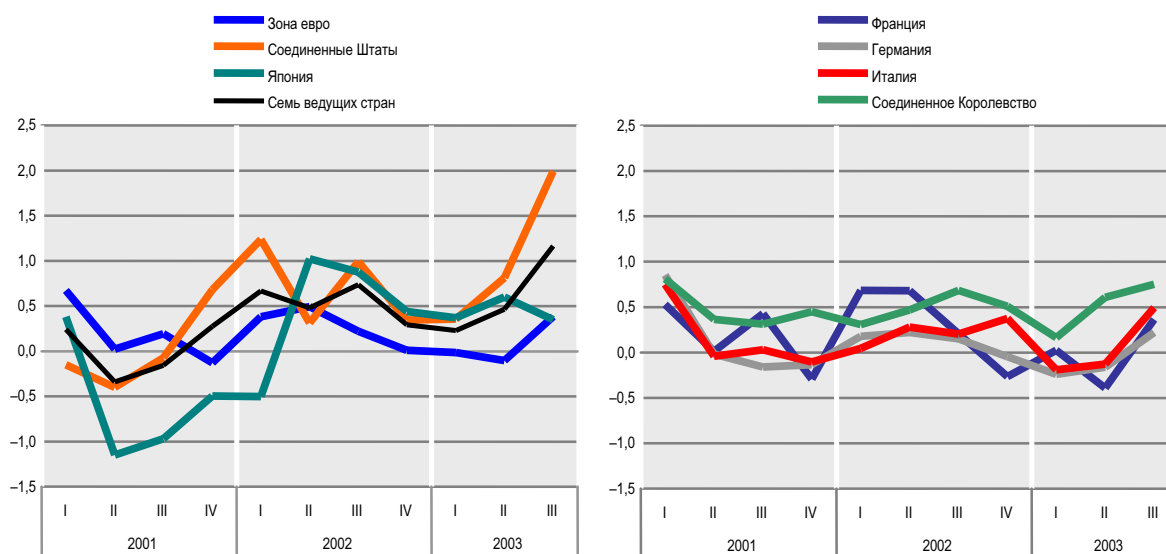
После первых двух кварталов 2003 года, когда экономика находилась в откровенно вялом состоянии, в

⁷⁷ OECD, *op. cit.* Тем не менее государственные расходы в 2003 году не способствовали экономическому росту, поскольку государственное потребление оставалось на неизменном уровне, а государственные инвестиции фактически сократились.

⁷⁸ С технической точки зрения Германия и Италия (а также Нидерланды) находились в фазе рецессии в первой половине 2003 года.

ДИАГРАММА 2.2.1

Поквартальная динамика реального ВВП в развитых странах с рыночной экономикой, I квартал 2001 года – III квартал 2003 года
(Изменения в процентах к предыдущему кварталу с поправкой на сезонные колебания)



Источник: Данные национальной статистики; Евростат, база данных "NewCronos".

Примечание: Семь ведущих стран: Германия, Италия, Канада, Соединенное Королевство, Соединенные Штаты, Франция и Япония.

ТАБЛИЦА 2.2.1

Поквартальная динамика реального ВВП и основных компонентов расходов в зоне евро, I квартал 2002 года – III квартал 2003 года
(С поправкой на сезонные колебания)

	Изменения в процентах к предыдущему кварталу								Вклад в рост (в процентных пунктах)					
	2002				2003				2002				2003	
	I кв.	II кв.	III кв.	IV кв.	I кв.	II кв.	III кв.	IV кв.	I кв.	II кв.	III кв.	IV кв.	I кв.	II кв.	III кв.
ВВП	0,4	0,5	0,2	–	–	–0,1	0,4	0,4	0,5	0,2	–	–	–0,1	0,4
Совокупный внутренний спрос	–	0,4	0,2	0,3	0,4	0,1	–0,4	–	0,4	0,2	0,3	0,4	0,1	–0,4
Частное потребление	–0,4	0,4	0,3	0,3	0,5	0,1	0,1	–0,2	0,2	0,2	0,2	0,3	–	0,1
Государственное потребление	0,7	0,8	0,6	0,2	0,4	0,5	0,5	0,1	0,2	0,1	–	0,1	0,1	0,1
Валовые вложения в основной капитал	–0,7	–1,5	0,1	0,3	–1,2	–0,6	–0,3	–0,2	–0,3	–	0,1	–0,2	–0,1	–0,1
Изменения в товарно-материальных запасах								0,2	0,3	–0,1	–	0,2	0,1	–0,5
Чистый экспорт								0,4	0,1	–	–0,3	–0,4	–0,2	0,8
Экспорт	0,2	2,6	1,4	–0,2	–1,4	–0,9	2,0	0,1	1,0	0,5	–0,1	–0,5	–0,4	0,8
Импорт	–0,9	2,5	1,6	0,6	–0,5	–0,3	–0,1	0,3	–0,9	–0,6	–0,2	0,2	0,1	–

Источник: Евростат, база данных "NewCronos".

третьем квартале, как представляется, началось циклическое оживление и реальный ВВП вырос на 0,4 процента (диаграмма 2.2.1)⁷⁹. Хотя внутренние расходы впервые за два года сократились из-за сочетания таких факторов, как стагнация конечного спроса и массовое сокращение запасов, это было с лихвой компенсировано мощным ростом чистого экспорта. Несмотря на повышение обменного курса, экспортеры зоны евро выиграли от мощного оживления международной торговли, рост которой во втором полугодии ускорился

(таблица 2.2.1)⁸⁰. Имеющиеся краткосрочные показатели говорят о том, что оживление продолжалось и в четвертом квартале, когда ВВП увеличился на 0,3–0,7 процента, согласно данным Европейской комиссии⁸¹. На протяжении второй половины 2003 года ожидания возрастали. Индекс потребительской уверенности несколько вырос с низких уровней первого квар-

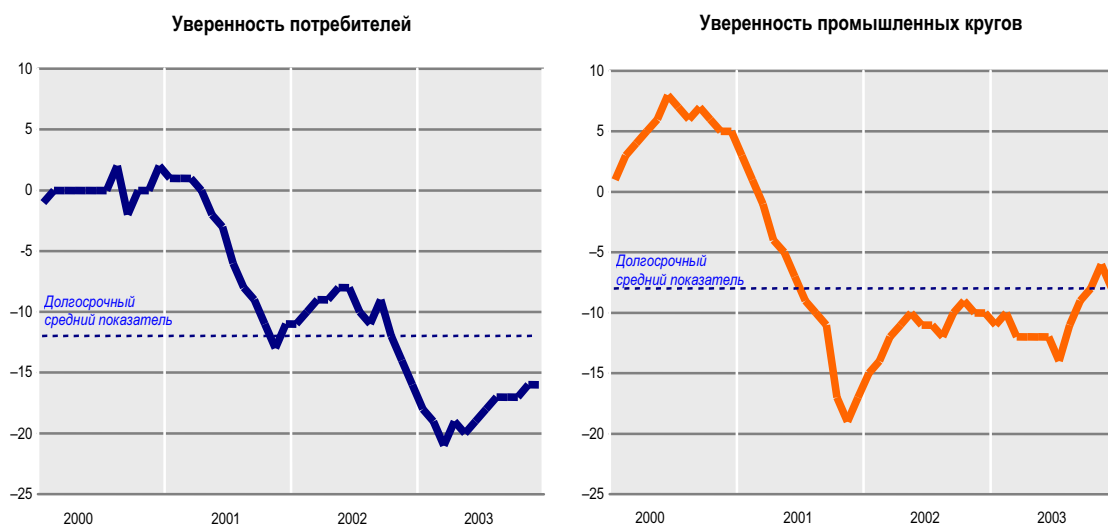
⁷⁹ По сравнению с этим же кварталом 2002 года прирост ВВП в зоне евро составил лишь 0,3 процента.

⁸⁰ В третьем квартале товарный экспорт зоны евро вырос (в номинальном выражении) во всех основных странах-партнерах, а именно в центральной и восточной Европе, восточной Азии, Соединенном Королевстве и Соединенных Штатах. Это в корне изменило ситуацию, сложившуюся в предыдущие три-четыре квартала, когда продажи на эти рынки сокращались.

⁸¹ Вебсайт Интернета [europa.eu.int/comm/economy_finance/indicators/euroareagdp/2004/gdp150104en.pdf].

ДИАГРАММА 2.2.2

Уверенность потребителей и промышленных кругов в зоне евро, 2000–2003 годы
(Обработанные результаты)



Источник: European Commission, *Business and Consumer Survey Results* (Brussels), различные выпуски [europa.eu.int/comm/economy_finance].

Примечание: Обработанные результаты представляют собой разницу между процентными долями респондентов, давших утвердительные и отрицательные ответы на конкретные вопросы. Долгосрочные средние показатели за период 1990–2002 годов.

тала 2003 года, но в конце года он все еще был ниже долгосрочного среднего показателя из-за вялого состояния внутренней экономики. Напротив, индекс уверенности промышленных кругов обычно реагирует на изменения в международных условиях оперативнее: во втором полугодии он значительно вырос и на конец года был близким к своему долгосрочному среднему уровню (диаграмма 2.2.2).

Внутренний спрос остается вялым

За весь 2003 год совокупный реальный ВВП в зоне евро вырос лишь на 0,5 процента – самый низкий прирост со времен рецессии 1993 года. Со стороны спроса это объясняется неблагоприятной ситуацией с внутренними расходами. Прирост личного потребления (1,3 процента) был равен увеличению реальных располагаемых доходов домашних хозяйств, поскольку норма сбережений оставалась неизменной. Потребительские расходы сдерживались ростом безработицы и усилением неопределенности в связи с международными условиями (прежде всего в первом полугодии), а также рядом проводившихся или обсуждавшихся в нескольких странах реформ в системах социального обеспечения, которые усилили сомнения в гарантированности будущих располагаемых доходов. Вложения в основной капитал уменьшились третий год подряд. Вложения предприятий в основной капитал поддерживались экономическими и политическими факторами неопределенности, вялостью внутреннего спроса, продолжавшейся перестройкой корпоративных балансов и значительной долей простаивающих мощностей в про-

мышленности⁸². Государственные инвестиции выросли незначительно⁸³. Государственное потребление подкрепляло рост ВВП, хотя и в меньшей мере, чем в предыдущие два года, поскольку финансово-бюджетная политика была направлена в основном на консолидацию бюджетов. Изменения в реальном чистом экспорте привели к уменьшению годового прироста в 2003 году примерно на половину процентного пункта, поскольку в реальном экспорте наблюдалась стагнация, а импорт вырос под влиянием повышения обменного курса евро. Это смотрелось контрастом на фоне предыдущих трех лет, когда внешний спрос позитивно сказывался на росте и позволял сглаживать последствия циклического спада.

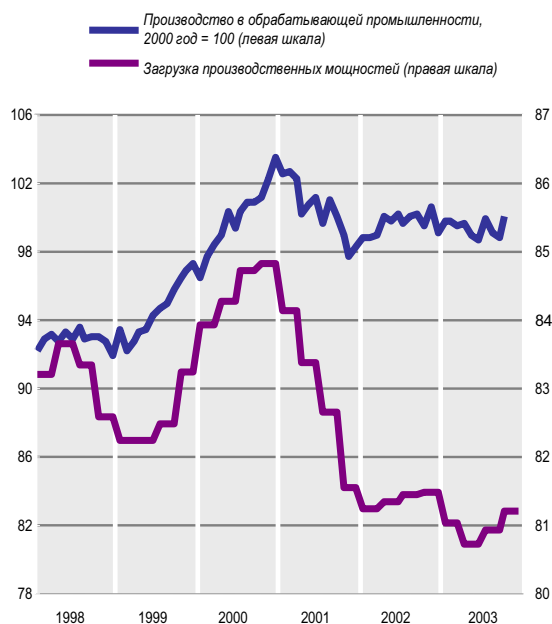
Если вести речь о факторах предложения, то объем промышленного производства (как он определяется в национальных счетах) в третьем квартале 2003 года вырос после сокращения или стагнации на протяжении

⁸² Капиталовложения в оборудование (которые в основном осуществляются частным сектором) сократились в большей мере, чем совокупные инвестиции, причем это сокращение было отмечено в большинстве стран зоны евро.

⁸³ Государственные инвестиции в большей мере сконцентрированы в строительстве. Вполне вероятно, что увеличение государственных расходов по этой статье компенсировались сокращением частных инвестиций в строительстве, поскольку объемы строительства в целом (государственного и частного сектора) в зоне евро в 2003 году снизились, но в меньшей мере, чем совокупные вложения в основной капитал. В отличие от капиталовложений в оборудование сокращение инвестиций в строительном секторе не было повсеместным: в основном оно было обусловлено спадом в Германии, где этот тип вложений в основной капитал сократился четвертый год подряд.

ДИАГРАММА 2.2.3

Объем производства и загрузка производственных мощностей в обрабатывающей промышленности в зоне евро, 1998–2003 годы (Индексы, проценты)

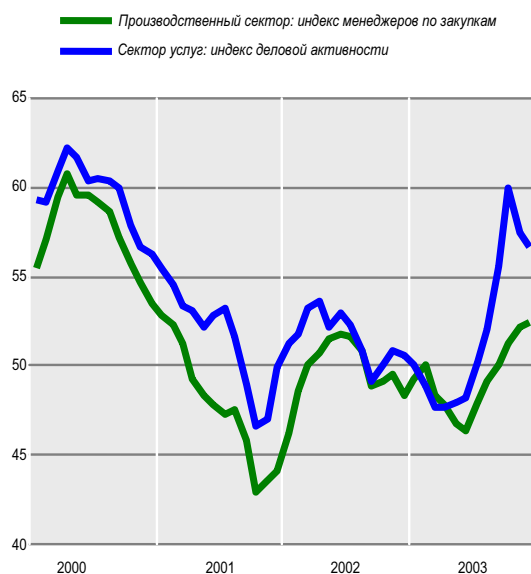


Источник: Евростат, база данных "NewCronos"; European Commission, *Business and Consumer Survey Results* (Brussels), различные выпуски.

Примечание: Коэффициенты загрузки производственных мощностей имеются только за январь, апрель, июль и октябрь каждого года. Показанные данные представляют собой приближенные значения поквартальных данных, которые рассчитаны в качестве среднеарифметических показателей за январь и апрель (первый квартал), апрель и июль (второй квартал) и т. д.

ДИАГРАММА 2.2.4

Обследования деловой активности в зоне евро, 2000–2003 годы (Индексы)



Источник: Dow Jones Reuters Business Interactive (Factiva) [www.factiva.com].

Примечание: Значение индекса выше (ниже) 50 указывает на общий рост (спад) в секторе.

трех предыдущих кварталов. В период с января по октябрь объем производства в обрабатывающей промышленности остался практически неизменным по сравнению с его прошлогодним уровнем, но в период с июля по октябрь он несколько оправился от падения в первом полугодии, главным образом благодаря увеличению производства средств производства и промежуточной продукции. Это оживление привело к некоторому увеличению показателей использования производственных мощностей в промышленности, и все же они остаются на уровне намного ниже предыдущего пика (диаграмма 2.2.3). Другие показатели свидетельствуют о более значительном повышении активности к концу года. ИМЗ в обрабатывающей промышленности в зоне евро на протяжении второго полугодия и с сентября указывал на повышение активности. Производство услуг (по данным национальных счетов) после стагнации на протяжении первых двух кварталов года в третьем квартале также выросло. Аналогичным образом, по данным ежемесячных обследований активности в секторе услуг, было отмечено увеличение показателей в период со второго квартала и с июля по декабрь было зафиксировано повышение активности (диаграмма 2.2.4).

Инфляция остается умеренной

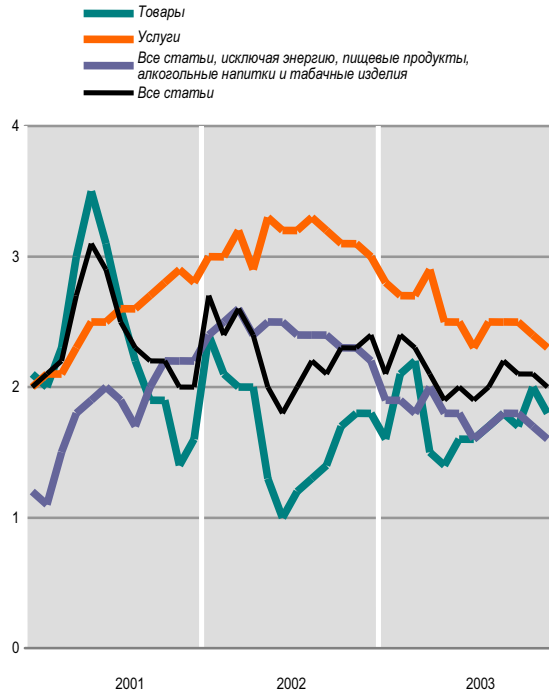
Инфляция потребительских цен в зоне евро в 2003 году составила в среднем 2,1 процента, то есть несколько меньше, чем в предыдущем году, и чуть больше, чем в соответствии с определением стабильности цен по методике ЕЦБ. Динамика цен в ходе 2003 года находилась под влиянием падения цен на нефть после первого квартала 2003 года, что привело к значительному замедлению роста цен на энергию в целом. Во втором полугодии темпы инфляции колебались вокруг 2-процентной отметки и в декабре составили ровно 2 процента (диаграмма 2.2.5). Инфляция цен на услуги во втором полугодии была относительно стабильной и находилась на уровне примерно 2,5 процента. Относительная неподатливость темпов официальной инфляции была в большей мере обусловлена динамикой цен на такие изменчивые компоненты, как переработанная и непереработанная пищевая продукция, которые устойчиво возрастали на протяжении года из-за жаркого и сухого лета, а также повышением налогов на табак и табачные изделия, произведенным французским правительством в октябре 2003 года.

Циклическая слабость экономики означает вялое состояние рынков труда

Экономический спад продолжал хотя и умеренно, но все же отрицательно сказываться на состоянии рынков труда зоны евро. Занятость в 2003 году несколько уменьшилась, а уровень безработицы, составлявший 8 процентов в последнем квартале 2001 года (самый низкий показатель за 10 лет), достиг в марте 2003 года 8,8 процента и оставался на этом уровне на протяжении

ДИАГРАММА 2.2.5

Потребительские цены в зоне евро, 2001–2003 годы
(Изменения в процентах к тому же месяцу предыдущего года, индекс ГИПЦ, основные компоненты)



Источник: Евростат, база данных "NewCronos".

остальной части года (диаграмма 2.2.6)⁸⁴. Совокупная производительность труда в экономике в 2003 году увеличилась очень незначительно под воздействием сочетания таких факторов, как умеренный прирост производства и относительно стабильные уровни занятости. (Отчасти это представляет собой циклическое явление, отражающее отставание в адаптации ресурсов рабочей силы к изменениям в производстве.) В 2003 году, так же как и в 2002 году, производительность труда выросла лишь на половину процентного пункта. Удельные издержки труда выросли чуть более чем на 2 процента, то есть опять же практически на такую же величину, как и в предыдущем году (диаграмма 2.2.7). Однако по мере повышения устойчивости оживления рост производительности труда должен привести к меньшему увеличению удельных издержек труда.

б) Денежно-кредитная политика

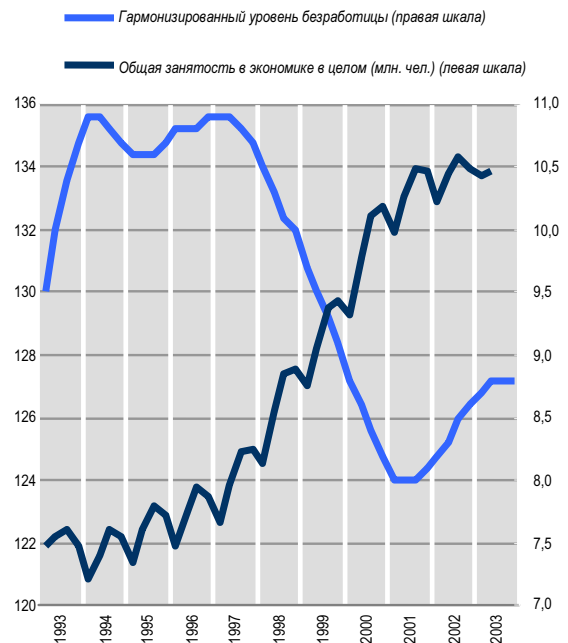
Риски циклических понижающих тенденций приводят к дальнейшему снижению жесткости денежно-кредитной политики...

ЕЦБ отреагировал на высказываемую обеспокоенность по поводу рисков понижающих тенденций в экономике, снизив свою основную ставку рефинанси-

⁸⁴ Последним месяцем, за который имелись данные на момент составления настоящего обзора, был ноябрь 2003 года.

ДИАГРАММА 2.2.6

Занятость и безработица в зоне евро, I квартал 1993 года – III квартал 2003 года
(Млн. чел., в процентах от гражданской рабочей силы)

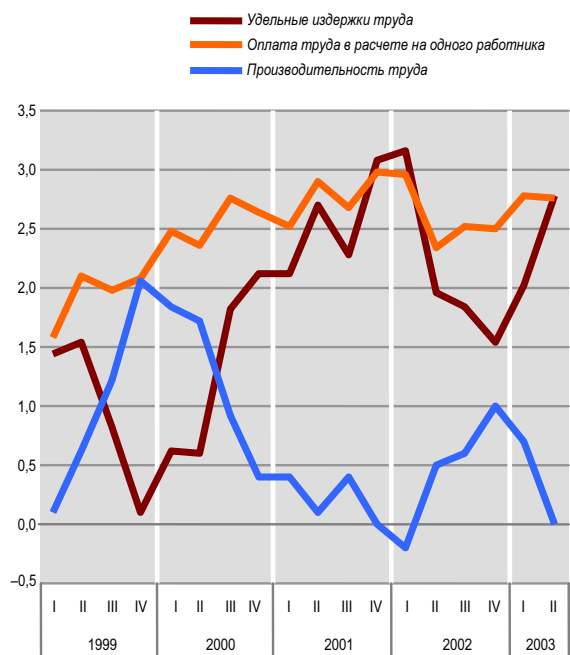


Источник: Евростат, база данных "NewCronos".

Примечание: Данные по безработице приводятся с поправкой на сезонные колебания. Данные по занятости (имеющиеся до II квартала 2003 года) не скорректированы по фактору сезонности.

ДИАГРАММА 2.2.7

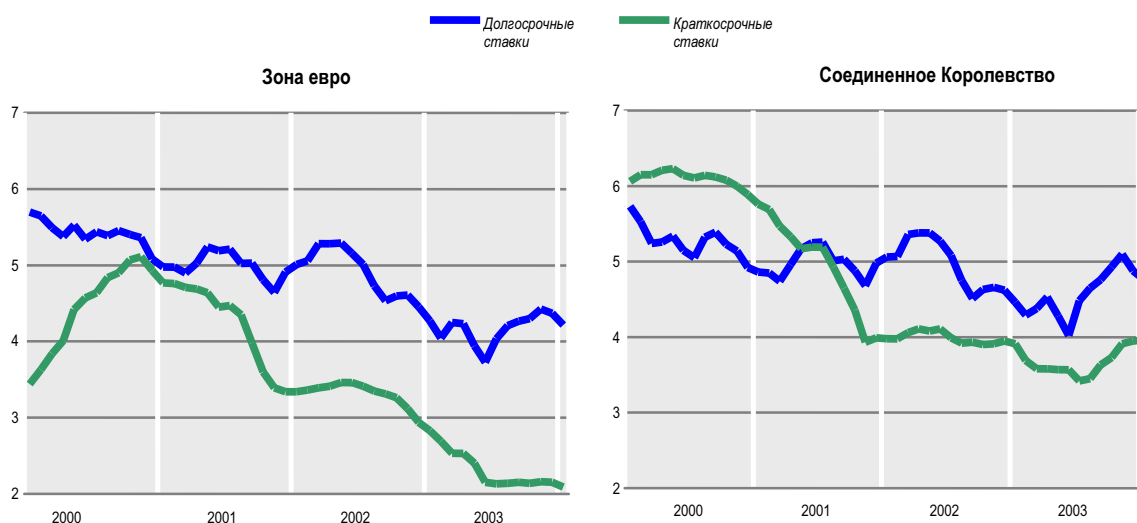
Удельные издержки труда и их основные компоненты в зоне евро, I квартал 1999 года – II квартал 2003 года
(Изменения в процентах к тому же кварталу предшествующего года)



Источник: Европейский центральный банк; расчеты секретариата ЕЭК ООН.

Примечание: Данные скорректированы с учетом сезонных колебаний и касаются всей экономики.

ДИАГРАММА 2.2.8
Номинальные краткосрочные и долгосрочные процентные ставки в зоне евро и Соединенном Королевстве,
январь 2000 года – январь 2004 года
(В процентах годовых)



Источник: Европейский центральный банк [www.ecb.int]; OECD, *Main Economic Indicators* (Paris).

Примечание: Среднемесячные значения. Краткосрочные ставки: трехмесячные межбанковские ставки. Долгосрочные ставки: доходность по 10-летним государственным облигациям.

рования сначала на 0,25 процентного пункта в марте 2003 года, а затем еще на половину процентного пункта до 2 процентов в июне 2003 года. С тех пор курс денежно-кредитной политики оставался неизменным. По прогнозам ЕЦБ, инфляция позднее в 2004 году упадет ниже 2-процентного порогового уровня. Денежная масса продолжает расти темпами, значительно превышающими контрольные показатели Банка на уровне 4,5 процента, с середины 2001 года в силу сочетания таких факторов, как переключение портфелей на деньги, накопление сбережений из предосторожности и низкие уровни процентных ставок.

На рынке краткосрочных капиталов 3-месячные процентные ставки с июня 2003 года были несколько выше 2 процентов. Реальные краткосрочные ставки (рассчитанные путем вычета темпов инфляции потребительских цен из номинальной ставки) с июня 2003 года были близки к нулю. Если взять более долгосрочные ставки, то следует отметить, что доходность по 10-летним государственным облигациям выросла с низкого показателя 3,7 процента в июне до 4,4 процента в ноябре (меньше, чем в Соединенных Штатах), но впоследствии вновь упала (диаграмма 2.2.8). В середине января 2004 года номинальная доходность 10-летних облигаций в зоне евро составляла около 4,2 процента, но реальная долгосрочная процентная ставка по инструментам такого же срока погашения все еще составляла лишь около 2 процентов.

... но повышение обменного курса приводит к ужесточению условий в денежно-кредитной сфере

По сравнению с началом 2002 года основная ставка рефинансирования ЕЦБ снизилась на 1,25 процентных пункта до нынешних 2 процентов. По историче-

ским меркам, номинальные краткосрочные и долгосрочные процентные ставки (доходность облигаций) сегодня очень низки, т. е. за период с 1950 года, если использовать в качестве контрольного показателя процентные ставки Германии⁸⁵. Согласно оценкам, снижение краткосрочных процентных ставок на 1 процентный пункт позволит увеличить реальный ВВП в зоне евро через два года примерно на половину процентного пункта⁸⁶. Иными словами, можно ожидать, что постепенное стимулирование денежно-кредитной сферы на протяжении двух последних лет при прочих равных условиях приведет к увеличению реального ВВП более чем на 0,6 процентных пункта. Но заметное повышение реального эффективного курса евро почти на 20 процентов с начала 2002 года в принципе нейтрализовало этот стимулирующий эффект. Общие условия в денежно-кредитной сфере можно оценить с помощью индекса денежной конъюнктуры (ИДК), который представляет собой взвешенный средний показатель изменений реальных краткосрочных процентных ставок и реального эффективного обменного курса⁸⁷. Условия в денежно-кредитной сфере зоны евро с 1999 года были довольно неустойчивыми, но с 2002 года четко обозначилась тенденция к снижению ИДК, что свидетельст-

⁸⁵ ECB, *Monthly Report* (Frankfurt am Main), September 2003, pp. 25-28, box 3.

⁸⁶ ECB, *Monthly Report* (Frankfurt am Main), October 2002, p. 45, table 1. Приведенный показатель представляет собой среднюю арифметическую параметров реагирования производства на изменения в процентных ставках по трем различным эконометрическим моделям.

⁸⁷ Этот вывод основан на эмпирических данных о том, что влияние денежно-кредитной политики оказывается прежде всего через каналы процентных ставок и обменных курсов.

вует об ужесточении условий в денежно-кредитной сфере (диаграмма 2.2.9). (Следует отметить, что падение индекса соответствует снижению жесткости условий в денежно-кредитной сфере; но сама диаграмма была перевернута и тем самым изменение индекса в сторону снижения отражает ужесточение денежно-кредитных условий.) В основном это изменение произошло в период с марта 2002 года по май 2003 года. Дальнейшее смягчение денежно-кредитной политики в июне 2003 года отчасти обратило вспять эту тенденцию, но в последнем квартале 2003 года под воздействием движения курса евро условия в денежно-кредитной сфере вновь ужесточились. В конечном итоге снижение реальных краткосрочных процентных ставок примерно на 90 базисных пунктов в декабре 2003 года по сравнению с началом 2002 года лишь частично нейтрализовало реальное повышение обменного курса за тот же период. Это свидетельствует о том, что для стимулирования экономической деятельности ЕЦБ следовало бы снизить процентные ставки в большей мере, чем он это сделал в реальности.

ЕЦБ пересматривает свою стратегию в денежно-кредитной политике...

В начале мая 2003 года Совет управляющих ЕЦБ обнародовал итоги обзора стратегии ЕЦБ в денежно-кредитной политике⁸⁸. В дополнение к определению стабильности цен в этой стратегии, которая была согласована в октябре 1998 года, предусмотрены два опорных компонента: во-первых, важная роль денежной массы, которая находит отражение в контрольном показателе темпов роста широкого денежного агрегата (М3), а во-вторых – оценка прогнозов инфляции на основе широкого спектра факторов, которые влияют на динамику цен в краткосрочной перспективе⁸⁹.

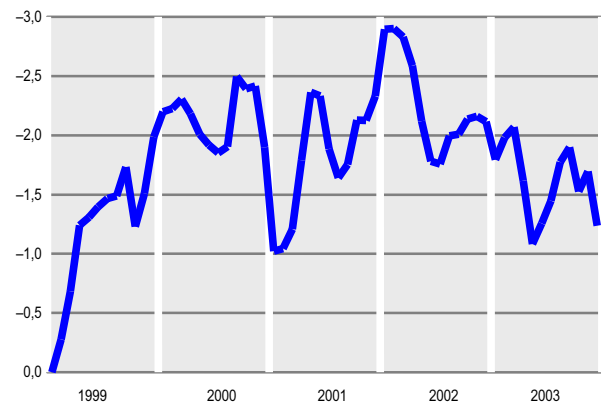
Совет подтвердил собственное определение ценовой стабильности в качестве ежегодного увеличения показателя инфляции потребительских цен менее чем на 2 процента, которое должно поддерживаться в среднесрочной перспективе. Этот асимметричный контрольный показатель инфляции подвергался критике, поскольку нижняя граница здесь четко не определена с той лишь оговоркой, что снижение гармонизированного индекса потребительских цен (ГИПЦ) исключается. Это определение ухудшает прозрачность денежно-кредитной политики и повышает степень неопределенности в вопросе о функции реакции денежно-кредитной политики, поскольку остается лишь гадать, насколько низким реально являлся предпочтительный для ЕЦБ показатель инфляции. Особенно резкой критике отсутствие четко установленной нижней границы контрольного показателя инфляции подверглось в начале 2003 года в условиях затянувшегося дефляционного давления в Германии.

⁸⁸ European Central Bank, "The ECB's monetary policy strategy", *ECB Press Release*, 8 May 2003 и *ECB Monthly Bulletin* (Frankfurt am Main), June 2003, pp. 79-92.

⁸⁹ ECB, *The Monetary Policy of the ECB* (Frankfurt am Main), 2001.

ДИАГРАММА 2.2.9

Индекс денежной конъюнктуры в зоне евро, 1999–2003 годы



Источник: Расчеты секретариата ЕЭК ООН.

Примечание: Индекс денежной конъюнктуры рассчитан следующим образом: $MCI = \theta_R (R_t - R_0) + \theta_e (e_t - e_0)$, где R – это трехмесячная процентная ставка (ЕВРИБОР), e – реальный эффективный обменный курс (в логарифмическом выражении), θ_R и θ_e – весовые коэффициенты и t – индекс времени. Базовым периодом ($t = 0$) является январь 1999 года. Весовые коэффициенты рассчитаны на основе оценочных коэффициентов эластичности производства. Они составляют $\theta_R = 0,875$ и $\theta_e = 0,125$ и, следовательно, соответствуют относительным весам процентной ставки к обменному курсу 7:1. Для сравнения: Европейская комиссия использует относительные веса 6:1.

Очевидным путем устранения этой неопределенности было бы определение симметричного (точечного) контрольного показателя инфляции, при котором можно было бы ожидать, что "недобор" и "перебор" приводили бы к той или иной реакции денежно-кредитной политики. Вместо этого теперь ЕЦБ уточнил свой контрольный показатель инфляции, заявив, что он будет стремиться удерживать темпы инфляции "близко к 2 процентам в среднесрочной перспективе". Мотивом здесь является обеспечение определенной меры защиты от рисков дефляции с учетом систематической ошибки (завышения) при измерении индексов потребительских цен и различий в темпах инфляции в зоне евро.

Что касается первой составляющей стратегии ЕЦБ в денежно-кредитной политике – "важной роли денег", – то опыт первых четырех лет функционирования ЭВС – и это неудивительно – показал, что спрос на деньги в краткосрочной перспективе, как правило, бывает очень нестабильным. Рост денежной массы был очень неровным и превышал контрольный параметр (4,5 процента в год) на протяжении большей части периода с 1999 года, что посылало неоднозначные сигналы для денежно-кредитной политики. Вывод, сделанный из накопленного опыта, сводится к тому, что изменения М3 не являются хорошим ориентиром для денежно-кредитной политики в краткосрочной перспективе и что этот агрегат может сыграть полезную роль лишь при разработке и осуществлении денежно-кредитной политики в среднесрочной и более долгосрочной перспективе⁹⁰.

⁹⁰ ЕЭК ООН, "Две опоры денежно-кредитной стратегии ЕЦБ", *Обзор экономического положения Европы, 2002 год, № 1*, глава 2.3, стр. 39.

В этих условиях Совет управляющих ЕЦБ принял решение прекратить проведение своего ежегодного обзора (в декабре каждого года) контрольного показателя роста широкой денежной массы (М3) на следующий год. Это было сделано для того, чтобы подчеркнуть более долгосрочный характер связи между ростом денежной массы и инфляцией. Данное решение сопровождалось структурным изменением ежемесячного заявления Президента ЕЦБ по денежно-кредитной политике, которое теперь начинается с "экономического анализа" всех немонетарных параметров, которые могут оказывать влияние на инфляцию в краткосрочной и среднесрочной перспективе. Они включают в себя, в частности, обменные курсы, издержки труда, показатели производства, занятости и производительности, установки финансово-бюджетной политики и т. д. Эта оценка будет дополняться "монетарным анализом" изменений в основных компонентах денежной массы и соответствующих других параметров, таких как банковские кредиты частному сектору. Однако роль монетарного анализа теперь заключается главным образом в перекрестной выверке в среднесрочной и долгосрочной перспективе выводов, вытекающих из вышеупомянутого "экономического анализа".

Хотя ЕЦБ принял решение формально сохранить свою двухкомпонентную стратегию в денежно-кредитной политике (которая, по его заключению, действует "удовлетворительно"), роль денежного компонента в процессе выработки политики была существенно уменьшена. На деле де-факто ЕЦБ проводил политику таргетирования инфляции с 1999 года, хотя он никогда не публиковал прогнозов инфляции, которые представляют собой обычный промежуточный контрольный показатель в рамках такой стратегии. (В случае таргетирования денежной массы промежуточным контрольным показателем является такой широкий денежный агрегат, как М3.) Можно утверждать, что было бы более целесообразно интегрировать монетарный анализ во второй компонент, т. е. в экономический анализ официальных показателей инфляции, и установить четкий контрольный показатель инфляции⁹¹. Однако на практике различия между таргетированием денежной массы и таргетированием инфляции незначительны. Еще одной важной проблемой является сохранение 2-процентного потолка при определении стабильности цен. Такие низкие темпы инфляции будут связаны с низкими номинальными процентными ставками, а это может создать проблемы в случае экономических шоковых потрясений, поскольку нулевая нижняя граница номинальных ставок ограничивает возможности для проведения стимулирующей денежно-кредитной политики. Кроме того, это затрудняет адаптацию стран в случае асимметричного шокового потрясения, которое потребовало бы снижения реальной заработной платы. Помимо этого, 2-процентный пре-

дельный показатель может оказаться слишком низким ввиду будущего расширения зоны евро, поскольку страны восточной Европы, как правило, имеют более высокие структурные темпы инфляции, связанные с процессом реальной конвергенции (эффект Балассы-Самуэльсона).

... и готовится к будущему расширению зоны евро

С момента вступления в ЕС экономическая политика 10 новых государств-членов подпадет под действие механизмов многостороннего надзора в рамках основ политики ЕС. Новые члены присоединятся к Евросоюзу с одним отступлением, т. е. им не придется незамедлительно вводить евро в качестве своей национальной валюты, но они обязуются принимать меры в целях выхода на Маастрихтские конвергенционные критерии, что откроет им двери для вхождения в ЭВС. С самого начала вступления в ЕС и до ввода в обращение евро новым членам придется руководствоваться в своей политике в области обменных курсов общими интересами, т. е. девальвации в целях поддержания конкурентоспособности будут недопустимы. Процесс перехода на евро подразумевает в конечном итоге вступление в МВК-2 – механизм валютных курсов, созданный в 1997 году и привязывающий валюты государств – членов ЕС, не входящих в ЭВС, к евро⁹². Большинство новых государств-членов заявили о своем намерении присоединиться к механизму валютных курсов как можно скорее, однако время вступления в МВК-2 в основном будет определяться тем прогрессом, которого они добьются в деле выхода на Маастрихтские конвергенционные критерии.

Ожидается, что до того, как можно будет оценить достигнутый ими прогресс в выходе на конвергенционные критерии, новым государствам-членам придется оставаться в МВК-2 и без серьезных отклонений соблюдать установленные пределы колебаний курсов вокруг центрального паритета (+/-15 процентов) в рамках механизма валютных курсов как минимум на протяжении двух лет. Проведение такой оценки должно предшествовать переходу на евро. Опыт, уже накопленный в МВК, показывает, что избежать подобных серьезных отклонений будет нелегко (см. также вставку 3.1.1 в главе 3, где описывается сложившаяся недавно ситуация с валютным коридором в Венгрии).

Расширение зоны евро порождает серьезную проблему для денежно-кредитной политики из-за связанного с этим усиления неоднородности группы участвующих стран с точки зрения как уровня их экономи-

⁹¹ Там же.

⁹² Участие в МВК-2 может создать проблемы из-за потенциального конфликта между контрольными показателями ЭВС, касающимися стабильности обменных курсов и инфляции, в силу реального повышения курсов валют в процессе ликвидации отставания по уровням реальных доходов. ЕЭК ООН, "Экономические преобразования и реальные обменные курсы в 2000-х годах: гипотеза Балассы-Самуэльсона", *Обзор экономического положения Европы, 2001 год, № 1*, глава 6, и "Альтернативные стратегические подходы в вопросе присоединения стран центральной и восточной Европы к ЭВС", *Обзор экономического положения Европы, 2002 год, № 1*, глава 5.

ческого развития, так и их относительных экономических показателей, и прежде всего инфляции. Но расширение будет также иметь последствия и для сформировавшейся институциональной базы, призванной обеспечивать эффективный процесс выработки решений в денежно-кредитной политике, и, кроме того, потребует реформирования системы голосования в Совете управляющих ЕЦБ (вставка 2.2.1).

с) Финансово-бюджетная политика

Финансово-бюджетная политика в зоне евро не стимулировала экономическую активность

Затянувшийся экономический спад и связанное с этим воздействие автоматических стабилизаторов повлияли на состояние государственных бюджетов в 2003 году. В целом было отмечено увеличение бюджетных дефицитов или сокращение профицитов, что в некоторых странах отражало также сбой в бюджетной сфере (таблица 2.2.3). В Германии и Франции дефициты значительно превысили предельный 3-процентный уровень, зафиксированный в Пакте стабильности и роста. С учетом отсутствия особых факторов, при которых допускается образование временного "чрезмерного дефицита", этот год стал вторым годом подряд, когда бюджетно-финансовые правила ЕС были нарушены. Вопреки рекомендации Европейской комиссии Совет министров экономики и финансов (ЭКОФИН) 25 ноября 2003 года принял решение отсрочить применение "процедуры чрезмерного дефицита". Это было расценено как серьезный удар по основам финансово-бюджетной политики ЕС, которые часто подвергались критике за их чрезмерную жесткость и которые теперь, по всей вероятности, придется радикально реформировать ради их же сохранения (см. раздел 1.3 i). Тем временем Европейская комиссия заявила, что она в юридическом порядке опротестует решение ЭКОФИН в Европейском суде.

По зоне евро в целом средневзвешенный бюджетный дефицит в 2003 году возрос до 2,7 процента от ВВП с 2,3 в 2002 году. Изменения в циклически скорректированных бюджетных дефицитах свидетельствуют о том, что финансово-бюджетная политика в целом была в 2003 году несколько ограничительной (таблица 2.2.3). Существенные бюджетные стимулы (соответствующие половине или более процентного пункта от ВВП) были обеспечены только в Австрии, Греции и Финляндии. Согласно прогнозам, ограничительный – и проциклический – курс финансово-бюджетной политики в зоне евро, проводившийся в 2003 году, сохранится и в 2004 году, когда отставание реального объема производства от потенциального будет и далее увеличиваться (таблица 2.2.4). В этом случае он станет третьим годом подряд, когда финансово-бюджетная политика, невзирая на отрицательный разрыв в уровнях производства, не будет подкреплять экономическую активность. Парадоксально, что финансово-бюджетная политика все же обеспечивала подкрепление экономического роста в

2000 и 2001 годах, когда фактический объем производства уже превышал его потенциальный объем⁹³.

Уровень консолидированного валового государственного долга в зоне евро вырос с 69 процентов от ВВП в 2002 году до более чем 70 процентов в 2003 году. Уровни задолженности находятся ниже 60-процентного маастрихтского предельного уровня лишь в 5 из 12 государств – членов зоны евро (Ирландия, Испания, Люксембург, Нидерланды и Финляндия). В Бельгии, Греции и Италии коэффициенты задолженности в последние годы снижались, но все же они превышают 100 процентов от ВВП.

d) Ситуация в отдельных странах

После двух лет умеренного роста реальный ВВП в Германии в 2003 году сократился на 0,1 процента. Это явилось первым зафиксированным за год падением совокупного производства с 1993 года. В отличие от 2001 и 2002 годов, когда вялость экономической активности была обусловлена главным образом вялостью внутреннего спроса, ситуация в 2003 году была обусловлена падением реального экспорта, которое с лихвой перекрыло умеренное повышение внутреннего спроса. Среди основных статей расходов сократились как частное потребление, так и валовые вложения в основной капитал. В то же время государственное потребление по-прежнему обеспечивало поддержку экономической активности. Вялый рост производства оказал свое влияние на состояние рынка труда: уровень занятости упал, а (стандартизированный) уровень безработицы вырос на 0,6 процентных пункта до в среднем 8,7 процента. Среднегодовые темпы инфляции потребительских цен снизились до 1,1 процента – самого низкого показателя с 1999 года.

Вместе с тем, экономические показатели за год в целом заглушевают тот факт, что во втором полугодии произошло оживление экономической активности под воздействием ускорения роста экспорта в связи с повышением спроса за пределами зоны евро. Согласно большинству опросов деловых кругов, тренд является повышательным, а объемы как внутренних, так и экспортных заказов существенно выросли. В декабре 2003 года было зафиксировано седьмой месяц подряд повышение индекса делового климата Ifo (по западной Германии).

Серьезное беспокойство вызывало изменение состояния государственных финансов в 2003 году, когда консолидированный бюджетный дефицит вырос до 4 процентов от ВВП и это привело к нарушению бюджетно-финансовых правил ЕС второй год подряд. Курс финансово-бюджетной политики в 2003 году был оце-

⁹³ В Соединенных Штатах финансово-бюджетная политика была ограничительной в 1999 и 2000 годах, когда объем производства значительно превышал его потенциальный уровень. Затем циклический спад привел к заметному снижению жесткости финансово-бюджетной политики в 2001–2003 годах, а в 2004 году этот курс будет несколько сглажен в связи с прогнозами значительного сокращения разрыва в уровнях производства.

ВСТАВКА 2.2.1

Реформирование системы голосования в расширенном Совете управляющих ЕЦБ

Статус-кво

В уставе ЕЦБ предусматривается, что решения в области денежно-кредитной политики в зоне евро принимаются Советом управляющих (далее – Совет). В состав Совета входят шесть членов Правления (назначаемых государствами-членами через учреждения Сообщества) и группа (в настоящее время 12) управляющих национальных центральных банков государств – членов зоны евро. Официально решения принимаются простым большинством голосов в соответствии с принципом "один человек – один голос"; при равенстве голосов решающий голос имеет Председатель Правления (Президент ЕЦБ). Здесь можно сразу же отметить некоторые из последствий такой структуры. Во-первых, значительное число членов Совета может приводить к увеличению расходов и снижению эффективности процесса принятия решений. Все советы центральных банков промышленно развитых стран меньше Совета ЕЦБ. Во-вторых, с учетом того, что число голосов, выделенных для Правления, меньше числа голосов, предоставленных группе управляющих, возникает опасность того, что сугубо национальные интересы могут возобладать над более широкими интересами зоны евро. Хотя в принципе управляющие не должны действовать в качестве национальных представителей, имеются эмпирические данные, свидетельствующие о том, что в устоявшихся федеральных системах центральных банков члены советов действительно время от времени занимают узкорегionalные позиции¹. Поэтому нельзя сбрасывать со счетов гипотезу о том, что управляющие будут голосовать исходя из национальных экономических интересов (а не соображений всей зоны евро). В-третьих, распределение голосов по принципу "один человек – один голос" имеет явный уклон в пользу менее крупных в экономическом отношении стран (диаграмма 2.2.10).

Последствия расширения

В обозримом будущем перейти на евро могут до 15 новых стран. (В их число входят 10 присоединяющихся стран и такие страны-кандидаты, как Болгария и Румыния, а также три государства – члена ЕС, которые в настоящее время не входят в зону евро). Это приведет к увеличению состава Совета с нынешних 18 до 33 членов и, следовательно, к еще большему численному превосходству управляющих национальных банков над членами Правления, чем в настоящее время. Таким образом, без реформирования системы голосования процесс принятия решений может стать очень затяжным и менее эффективным, особенно если управляющие будут отстаивать национальные интересы. Чтобы убедиться в этом, рассмотрим нынешний статус-кво: при наличии 18 человек, обладающих правом голоса, принципиальное предложение Правления может получить необходимое большинство голосов при поддержке всего лишь троих управляющих национальных банков. Поскольку предложения Правления, как правило, представляют собой средневзвешенные решения из предпочтительных курсов национальной политики, они, как правило, близки к медианной политике (т. е. политике, к которой, как можно реалистично рассчитывать, будут склоняться отдельные члены Совета, имеющие разные предпочтения) и, следовательно, с высокой степенью вероятности будут получать требуемую поддержку со стороны как минимум троих управляющих. Однако в расширенном Совете увеличение числа тех, кто обладает правом голоса, и усиление экономической неоднородности государств-членов означают, что предложения Правления, вероятно, уже не будут столь близки к медианной политике. С большей степенью вероятности консенсус будет возникать по предложениям, отражающим коалиции национальных интересов, особенно более мелких и более быстро развивающихся стран. Формальный анализ показывает, что в привязке к оптимальным параметрам, при которых обеспечивается максимальная эффективность функции общей полезности зоны евро, решения в области денежно-кредитной политики, принимаемые расширенным Советом, могут приводить к повышению темпов инфляции и неоптимальной реакции на шоковые потрясения средствами политики².

Возможные реформы

Для обеспечения эффективного процесса принятия решений требуется реформа процедур голосования для предоставления возможности Правлению играть более стратегическую роль и пересмотра системы голосования с учетом экономического веса стран-членов. Для достижения этих целей был выдвинут ряд предложений³.

Централизация полномочий на принятие решений в Правлении. Это позволило бы в принципе обеспечить принятие решений в области политики с учетом интересов зоны евро в целом. Главным недостатком этого решения является его политическая неосуществимость: фактически оно лишило бы страны права вносить вклад в разработку денежно-кредитной политики, как это предусмотрено в настоящее время в соответствии с Маастрихтским договором.

Взвешенная система голосования. Если бы голоса стран распределялись пропорционально размерам их экономики (например, в соответствии с их долей в совокупном ВВП зоны евро), то между правами голоса и экономическим весом была бы обеспечена большая сбалансированность. Однако взвешенная система голосования вступает в противоречие с принципом "один человек – один голос", закрепленным в Уставе ЕЦБ. Кроме того, как показала дискуссия по поводу системы голосования в Совете министров ЕС, распределение весов и определение требований, касающихся необходимого большинства, представляют собой сложную задачу, вызывающую острые споры.

Представительная система голосования. При такой системе страны объединялись бы в группы и представитель каждой группы голосовал бы в Совете, а за Правлением были бы сохранены нынешние права голоса. Такая система потребовала бы установления критериев для предварительного определения групп (примером могут быть девять групп из трех стран, исходя из размеров их экономики). При этом возникает также проблема, связанная с путями разработки механизма делегирования полномочий.

ВСТАВКА 2.2.1 (продолжение)

Реформирование системы голосования в расширенном Совете управляющих ЕЦБ

Система ротации. При этой системе право голоса предоставляется лишь ограниченному числу управляющих национальных банков на основе схемы ротации. Эта формула используется Федеральным резервным банком Соединенных Штатов, где в любой данный момент правами голоса обладают лишь 5 из 12 региональных центральных банков. Федеральному резервному банку Нью-Йорка предоставлен статус постоянного члена, а остальные 4 получают право голоса на основе ротации между остальными 11 региональными федеральными резервными банками.

Предложение ЕЦБ

Совет управляющих ЕЦБ внес предложение о пересмотре системы голосования⁴. Это предложение, сочетающее в себе элементы системы ротации и представительной системы голосования, основывается на пяти принципах. Во-первых, следует сохранить принцип "один человек – один голос", по крайней мере для членов, обладающих правом голоса. Во-вторых, все члены Совета должны участвовать в дискуссиях по вопросам политики, даже если они не голосуют, и они должны делать это в личном и независимом качестве. В-третьих, следует предусмотреть такие процедуры голосования, при которых на любой данный момент времени группа управляющих национальных банков, обладающих правами голоса, должна представлять интересы экономики зоны евро. В-четвертых, новый механизм должен быть устойчивым и автоматически адаптироваться к присоединению новых членов. В-пятых, этот механизм должен основываться на четких и транспарентных правилах.

Детали этого предложения можно изложить следующим образом. Если члены Правления сохраняют за собой постоянные права голоса, то 15 голосов будут распределяться между управляющими национальных банков на основе ротации, и тем самым большинство, требуемое для принятия решений, составит 11 голосов. Для обеспечения представительности права голоса распределяются между управляющими с различной частотностью. С этой целью управляющие разбиваются на группы, которые определяются на основе ранжирования государств-членов в соответствии с размерами их экономики и финансовым весом. Под размерами экономики понимается доля страны в совокупном ВВП зоны евро, а под финансовым весом – доля страны в совокупном балансе финансовых учреждений денежно-кредитной сферы участников зоны евро.

Ранжирование производится на базе средней величины этих двух показателей с присвоением весовых коэффициентов 5/6 размерам экономики и 1/6 финансовому весу. Затем определяются три группы. Первая пятерка стран объединяется в первую группу и получает четыре голоса. Во вторую группу включается половина всех управляющих, отобранных из последующих позиций в этой классификации, и им предоставляется восемь голосов. Остальные управляющие включаются в третью группу и получают три голоса. В то же время все управляющие (и с правами голоса, и без таковых) сохраняют за собой право участвовать в дискуссии и выражать свои мнения относительно решений, касающихся денежно-кредитной политики. Эта система вступит в силу, как только общее число государств-членов достигнет 22. До тех пор пока число государств-членов будет колебаться между 16 и 21, будет действовать переходный механизм, основанный только на двух группах (таблица 2.2.2). Корректировка групп будет производиться во всех случаях, когда изменения в размерах экономики и экономическом весе будут приводить к изменению места стран в этой классификации. Механизм ротации в пределах каждой группы и другие процессуальные детали внедрения этой системы необходимо будет предусмотреть за рамками устава.

Можно поставить под сомнение, соответствует ли в действительности предлагаемая система принципу "один человек – один голос". Разумеется, она ограничивает утрату властных полномочий Правления, которая произошла бы при отсутствии такой реформы. В то же время ротация, основанная на размерах экономики и финансовом весе, позволяет обеспечить более сбалансированное распределение прав голоса, чем при нереформированной системе (диаграмма 2.2.11). Тем не менее 21 голос – это, вероятно, все же слишком много, чтобы обеспечить эффективное и быстрое принятие решений.

Дискуссии в учреждениях ЕС

Предложение ЕЦБ было официально представлено Совету министров ЕС 3 февраля 2003 года. 19 февраля 2003 года Европейская комиссия дала в целом позитивную оценку этой инициативы, предложив, однако, несколько поправок: i) следует сократить число управляющих, обладающих правом голоса; и ii) в дополнение к размерам экономики и финансовому весу при ранжировании стран следует также использовать критерий численности населения. 13 марта 2003 года Европейский парламент отверг предложение ЕЦБ, в основном по той причине, что предусмотренная схема ротации слишком сложна. Парламент предложил сохранить статус-кво, т. е. оставить за всеми членами Совета по одному голосу, а решения принимать простым большинством голосов. Вместе с тем им была предложена также более широкая реформа, которую необходимо провести в контексте конвенции о Европейской конституции. По мнению парламента, оперативные решения должны приниматься Правлением, а стратегические, принципиальные решения должны приниматься Советом в рамках системы двойного большинства по типу предложенной в Ницском договоре для Совета министров ЕС. Несмотря на эти возражения и альтернативные предложения, Совет ЕС принял предложение ЕЦБ 21 марта 2003 года. Теперь оно должно быть ратифицировано государствами – членами ЕС.

¹ E. Meade and D. Sheets, *Regional Influences on US Monetary Policy: Some Implications for Europe*, Board of Governors of the Federal Reserve System, International Finance Discussion Papers, No. 721 (Washington, D.C.), February 2002.

² P. De Grauwe, "The euro at stake? The Monetary Union in an enlarged Europe", *CESifo Economic Studies*, Vol. 49 (Munich), pp. 103-121; H. Berger, *The ECB and Euro Area Enlargement*, IMF Working Paper, No. 02/175 (Washington, D.C.), October 2002.

³ H. Berger, op. cit.

⁴ European Central Bank, "The adjustment of voting modalities in the Governing Council", *ECB Monthly Bulletin* (Frankfurt am Main), May 2003.

ТАБЛИЦА 2.2.2

Система ротации, предложенная Советом управляющих ЕЦБ

Количество управляющих:	16	17	18	19	20	21	22	23	24	25	26	27
Группа 1	5/5	5/5	5/5	4/5	4/5	4/5	4/5	4/5	4/5	4/5	4/5	4/5
Частотность (в процентах)	100	100	100	80	80	80	80	80	80	80	80	80
Группа 2	10/11	10/12	10/13	11/14	11/15	11/16	8/11	8/12	8/12	8/13	8/13	8/13
Частотность (в процентах)	91	83	77	79	73	69	73	67	67	62	62	62
Группа 3 .....	..	..	..	..	..	..	3/6	3/6	3/7	3/7	3/8	3/8
Частотность (в процентах) .....	..	..	..	..	..	..	50	50	43	43	38	38

Источник: European Central Bank, *Monthly Bulletin*, May 2003.

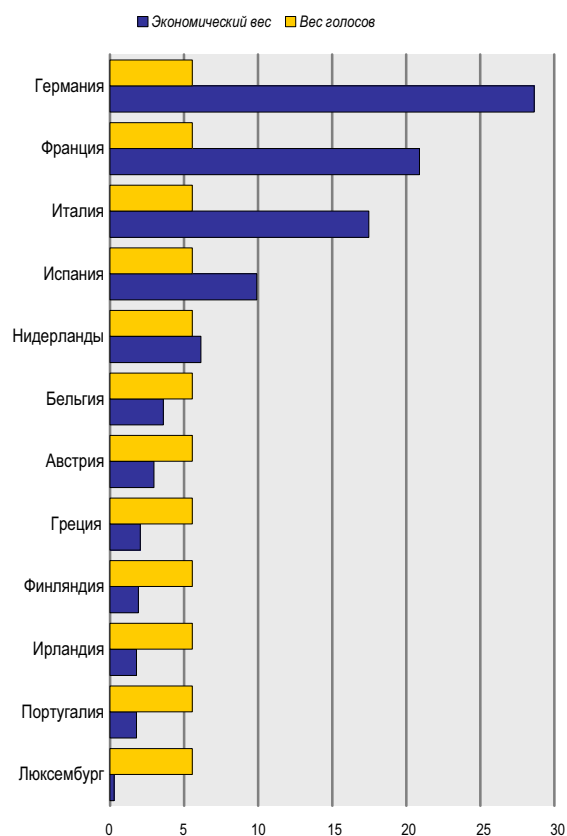
Примечание: В каждом столбце указано число голосов и общее число членов в каждой группе, исходя из общего числа управляющих национальных центральных банков. Группа 3 формируется только после того, как число государств – членов ЭВС достигает 22. По каждой группе в таблице приведена также частотность (в процентах), с которой каждый отдельный член участвует в процессе голосования.

нен ОЭСР⁹⁴ как несколько ограничительный, однако другие оценки⁹⁵ указывают на умеренно стимулирующий характер, несмотря на меры, принятые правительством для сокращения структурного дефицита.

В декабре 2003 года бундестаг принял пакет фискальных мер, которые, согласно оценкам, обеспечат чистые бюджетно-налоговые стимулы в размере порядка 0,4 процента от ВВП в 2004 году. Эти меры включают в себя перенос на январь 2004 года снижения ставок подоходного налога и повышения порогового уровня не облагаемого налогами дохода, которые первоначально планировалось произвести в 2005 году. Эти шаги будут частично финансироваться за счет сокращения государственных расходов и увеличения налога на табачные изделия. На предмет проведения в 2004 году обсуждаются еще более далеко идущие налоговые реформы. Вместе с тем с учетом общей сфокусированности финансово-бюджетной политики на сокращении дефицита совокупные бюджетно-налоговые стимулы в 2004 году скорее всего будут отрицательными⁹⁶.

Кроме того, парламент принял целый ряд мер по реформированию рынка труда и системы социального обеспечения, которые были первоначально предусмотрены в государственной "Программе-2010". Основные элементы включают в себя меры по укреплению стимулов к созданию рабочих мест работодателями, по укреплению индивидуальных стимулов к поиску работы и по сокращению разрыва между издержками труда и чистой заработной платой⁹⁷. В более общем плане эти реформы призваны поднять потенциал экономики к росту, а также облегчить процесс консолидации бюджета.

ДИАГРАММА 2.2.10

Экономический вес и вес голосов в ЭВС
(В процентах)

Источник: Данные национальной статистики; Европейский центральный банк.

Примечание: Экономический вес определяется как процентная доля ВВП страны в совокупном ВВП зоны евро. Вес голосов определяется как процентная доля голоса управляющего центрального банка страны в Совете ЕЦБ.

⁹⁴ OECD, op. cit., annex table 29.

⁹⁵ European Commission, *Autumn 2003 Economic Forecasts* (Brussels), October 2003, p. 135, table 41.

⁹⁶ DIW, *Wochenbericht 102/2004* (Berlin), 8 January 2004, p. 26.

⁹⁷ Была предусмотрена также реформа здравоохранения, призванная сдерживать быстрый рост расходов и, следовательно, медицинских страховых взносов.

Во Франции экономика в 2003 году также переживала стагнацию, и он стал для этой страны худшим годом со времен рецессии 1993 года. Хотя внутренний спрос рос такими же умеренными темпами, как и в предыдущем году (1 процент), этот эффект был в основном нейтрализован отрицательным влиянием показателей чистого экспорта. Опорой для умеренного роста

внутреннего спроса в равной мере служили частное и государственное потребление. Хотя реальные располагаемые доходы домохозяйств несколько выросли, увеличение частного потребления сдерживалось ростом безработицы, а также экономической неопределенностью и дискуссией по поводу реформы пенсионной системы, которые отрицательно сказывались на настроениях потребителей. Вложения в основной капитал, сдерживаемые снижением норм прибыли, вялым внутренним спросом и низкими уровнями использования производственных мощностей, сократились второй год подряд. Во внешнем секторе под воздействием резкого повышения курса евро реальный экспорт сокращался такими же темпами, какими рос реальный импорт. Если в последние годы даже в периоды спада занятость продолжала увеличиваться, то в 2003 году этому пришел конец, и впервые за 10 лет в экономике произошло сокращение рабочих мест. Тем не менее уровень безработицы вырос лишь незначительно: с 9 процентов в 2002 году до в среднем 9,6 процента. Что касается финансово-бюджетной политики, то резкое замедление роста привело к сокращению государственных доходов. Небольшое увеличение доходов от НДС и налога на топливо не смогло компенсировать сокращения собираемых корпоративных налогов и снижения поступлений от подоходного налога, ставших следствием сокращения государственных налогов. Вследствие этого бюджетный дефицит вырос с 3,1 процента от ВВП в 2002 году до 4,2 процента в 2003 году. После стагнации или даже спада в период с середины 2002 по середину 2003 года во втором полугодии 2003 года на волне повышения внешнего спроса в экономике наметилось оживление. После значительного улучшения прогнозов по экспортным заказам уверенность промышленных кругов укрепилась, и во втором полугодии было зафиксировано умеренное оживление в обрабатывающей промышленности. Начиная со второго квартала улучшались также настроения потребителей, хотя и с гораздо более низкого уровня и значительно более медленными темпами, чем уверенность промышленных кругов.

В *Италии* реальный ВВП в 2003 году вырос лишь на 0,5 процента, значительно отстав от тренда. В результате произошло значительное расширение разрыва в уровнях производства, который увеличился до 1,8 процента от потенциального ВВП. Низкие показатели 2003 года отражают главным образом падение вложений в основной капитал и экспорта, которое, однако, компенсировалось ростом внутреннего потребления и восстановлением товарно-материальных запасов. Базовая инфляция в 2003 году составила в среднем 2,8 процента, т. е. примерно на 1 процентный пункт больше, чем в среднем в зоне евро, что свидетельствует о дальнейшем падении ценовой конкурентоспособности по отношению к ведущим торговым партнерам страны в зоне евро. Такое различие в показателях инфляции, как представляется, обусловлено сближением уровней цен в валютном союзе. Кроме того, поскольку

ТАБЛИЦА 2.2.3

Сальдо консолидированных государственных бюджетов в зоне евро, 2002–2004 годы
(В процентах от ВВП; (+) профицит; (–) дефицит)

	Фактическое сальдо			Сальдо с поправкой на циклические факторы		
	2002	2003	2004	2002	2003	2004
Франция	-3,1	-4,0	-3,7	-3,0	-2,9	-2,5
Германия	-3,5	-4,1	-3,7	-2,6	-2,3	-1,7
Италия	-2,5	-2,7	-2,9	-2,1	-1,8	-2,1
Австрия	-0,4	-1,3	-1,2	-0,3	-0,9	-0,6
Бельгия	-	0,2	-	0,5	1,4	1,3
Финляндия	4,2	2,6	1,9	4,8	4,2	2,9
Греция	-1,5	-1,6	-1,6	-1,5	-2,0	-2,1
Ирландия	-0,2	-1,0	-1,3	-2,4	-1,9	-1,7
Люксембург	2,4	-0,3	-1,8	"	"	"
Нидерланды	-1,6	-2,4	-2,5	-1,8	-1,2	-0,5
Португалия	-2,7	-2,9	-3,0	-2,3	-1,6	-1,7
Испания	0,1	0,1	0,2	0,2	0,5	0,4
Зона евро	-2,3	-2,7	-2,6	-1,9	-1,7	-1,5
<i>Для справки :</i>						
Дания	2,0	0,8	1,0	1,6	1,7	1,7
Швеция	1,1	0,2	0,5	0,8	0,6	0,8
Соединенное Королевство ...	-1,5	-2,9	-2,9	-1,3	-2,3	-2,5
ЕС	-2,0	-2,7	-2,6	-1,7	-1,7	-1,5

Источник: OECD Economic Outlook No. 74 (Paris), December 2003.

ТАБЛИЦА 2.2.4

Курс финансово-бюджетной политики и циклические условия в зоне евро и Соединенных Штатах, 1999–2004 годы

	Зона евро		Соединенные Штаты	
	Разрыв в уровнях производства	Курс финансово-бюджетной политики	Разрыв в уровнях производства	Курс финансово-бюджетной политики
1999	-0,6	0,7	2,5	0,3
2000	0,9	-0,4	2,2	0,8
2001	0,3	-0,5	-1,0	-1,1
2002	-0,8	-	-1,3	-2,8
2003	-2,2	0,2	-1,5	-1,5
2004	-2,4	0,2	-0,3	-0,6

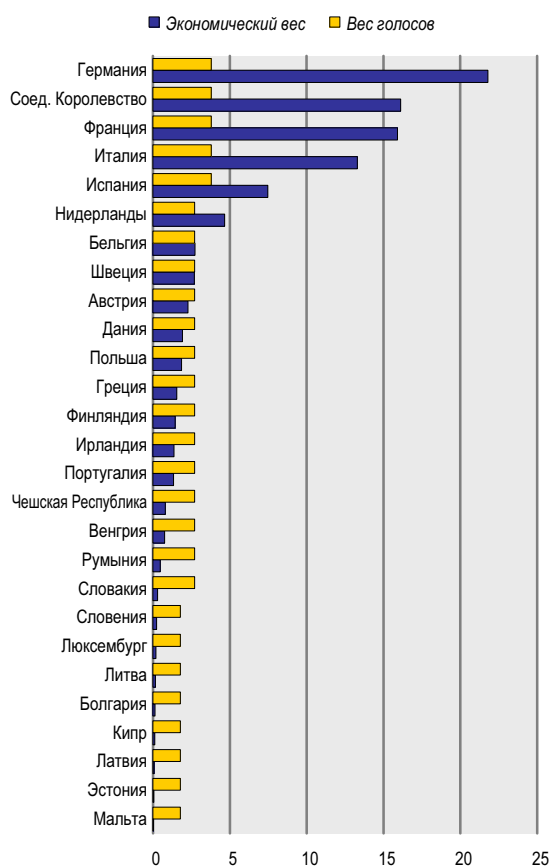
Источник: OECD Economic Outlook No. 74 (Paris), December 2003.

Примечание: Разрывы в уровнях производства рассчитываются как разность между фактическим и потенциальным производством, выраженная в процентах от потенциального производства. Отрицательная величина указывает на то, что уровень производства ниже потенциального. Курс финансово-бюджетной политики определяется изменениями в состоянии консолидированного бюджетного дефицита с поправкой на циклические факторы. Положительная (отрицательная) величина указывает на бюджетную экономию (увеличение дефицита).

централизованный порядок установления размеров заработной платы в Италии главным образом основывается на экономических условиях, преобладающих на севере страны, инфляция, обусловленная ростом заработной платы, в принципе остается высокой даже в районах с высокими уровнями безработицы, усугубляя тем самым совокупную инфляцию и усиливая межрегиональные различия. Сыграла здесь свою роль и инфляционная инерция, обусловленная медленной корректировкой ретроспективных ожиданий. Что касается финансово-бюджетной сферы, то в 2003 году в Италии был зафиксирован небольшой прирост консолидированного государственного бюджета до 2,7 процента от ВВП, однако циклически скорректированный (струк-

ДИАГРАММА 2.2.11

**Экономический вес и вес голосов в расширенном ЭВС-27
(В процентах)**



Источник: Данные национальной статистики; Европейский центральный банк.

Примечание: Экономический вес определяется как процентная доля ВВП страны в совокупном ВВП расширенной зоны евро. Вес голосов определяется по каждой стране как частотность прав голоса, предоставленных ее группе, помноженная на 1/21 (вес каждого голосующего в Совете). Группы определяются в соответствии с ранжированием стран, как это указано в предложении ЕЦБ (см. текст).

турный) бюджетный дефицит уменьшился на 0,3 процентного пункта до 1,8 процента. Вместе с тем последнее обстоятельство было обусловлено главным образом уменьшением выплат по процентам. Кроме того, если исключить единовременные меры (такие как продажа активов и налоговые амнистии), то структурный дефицит увеличится примерно до 3 процентов от ВВП. Несмотря на вялый рост производства, занятость продолжала увеличиваться. Это было обусловлено прогрессом в деле повышения гибкости рынка труда (благодаря либерализации режимов использования контрактов на работу неполный рабочий день и срочных контрактов), налоговыми стимулами и некоторым сглаживанием роста зарплаты.

Помимо циклических факторов, экономический рост в Италии по-прежнему сдерживается структурной слабостью предложения. Это указывает на необходимость уменьшения налогового бремени и значительно-го "налогового клина" у рабочей силы, а также разви-

тия инфраструктуры, особенно в более бедных районах, и разработки политики повышения производительности труда. Для обеспечения консолидации бюджета потребуются более активные усилия по сдерживанию роста фонда заработной платы в государственном секторе и по установлению жесткой бюджетной дисциплины для местных органов власти в контексте бюджетной децентрализации. Одним из важнейших элементов консолидации бюджета является дальнейшая реформа пенсионной системы, направленная на сокращение расходов, связанных с возрастной структурой. В октябре 2003 года правительство выдвинуло новые предложения в целях увеличения минимального стажа работы с 35 до 40 лет, увеличения возраста фактического выхода на пенсию и внедрения дополнительных схем накопления сбережений для противодействия тенденции прогнозируемого падения коэффициентов замещения заработной платы.

Среди других стран зоны евро наихудшие показатели в 2003 году были зафиксированы в *Португалии* и *Нидерландах*, где ВВП сократился почти на 1 процент. Португалия все еще занимается осуществлением программы мер бюджетной экономии, принятой в 2002 году. Все компоненты конечного внутреннего спроса в 2003 году сократились, и динамика чистого экспорта лишь частично компенсировала эти сокращения. Нидерланды по-прежнему страдают от падения международной конкурентоспособности и повышения удельных издержек труда, вызванного перегревом рынков труда в последние годы, к которому экономика страны приспосабливается очень медленно. Свою роль в рецессии 2003 года сыграло ослабление как внутреннего, так и внешнего спроса. Среди более мелких стран зоны евро темпы роста выше средних из-за высокой сопротивляемости внутреннего спроса были зарегистрированы в *Австрии*, *Бельгии* и *Люксембурге*. В *Финляндии* и *Ирландии* опорой для экономической активности послужил подъем в индустрии ИКТ. И все же в обеих этих странах темпы экономического роста по сравнению с 2002 годом замедлились. Особенно заметным это было в Ирландии, которая, как представляется, вступила в полосу более низких темпов роста после бума 1990-х годов. Самые высокие темпы роста в зоне евро были достигнуты в *Греции* и *Испании*. В обеих странах эти высокие показатели подкреплялись значительным увеличением частного потребления, связанным с ростом занятости, повышением уровня располагаемых доходов домохозяйств и отрицательными реальными процентными ставками. Приросту ВВП на 4 процента в Греции в 2003 году способствовало также значительное увеличение вложений в основной капитал (главным образом в связи со строительными проектами в рамках подготовки к Олимпийским играм).

ii) Другие страны западной Европы

В *Соединенном Королевстве* в экономике во втором квартале 2003 года намечилось оживление, а во втором полугодии подъем набрал свои обороты. В за-

ключительном квартале 2003 года реальный ВВП вырос на 0,9 процента (против предшествующего квартала), и это стало самым высоким квартальным показателем прироста с начала 2000 года, превысившим долгосрочные трендовые темпы, которые в расчете за квартал оцениваются на уровне 0,6–0,7 процента, или с поправкой на сезонные факторы в годовом выражении – примерно 2,6 процента. За год в целом реальный ВВП увеличился на 2,1 процента.

Основными источниками экономического роста в 2003 году оставались частное потребление и государственные расходы. Опорой для частного потребления по-прежнему служили благоприятные тенденции на рынке труда и низкие процентные ставки. Кроме того, продолжавшийся мощный рост цен на недвижимость продолжал облегчать доступ к потребительскому кредиту (использование ипотечных долей). Цены на рынке жилья в среднем выросли примерно на 16 процентов против 25 процентов в 2002 году. Годовой прирост потребительских расходов в 2003 году уменьшился примерно на 1 процентный пункт по сравнению с 2002 годом, т. е. до 2,3 процента.

Государственные потребительские расходы значительно выросли – приблизительно на 10 процентов (примерно так же, как и в 2002 году), что было обусловлено увеличением занятости в государственном секторе, особенно в секторах здравоохранения и образования. Кроме того, государственные капиталовложения значительно увеличились примерно на 25 процентов по сравнению с 13,9 процента в 2002 году. Напротив, вложения предприятий в основной капитал продолжали сокращаться, главным образом в связи с уменьшением капитальных вложений в обрабатывающей промышленности. Изменения в реальном чистом экспорте продолжали сдерживать рост ВВП в 2003 году примерно на 0,6 процента, хотя и в меньшей степени, чем в 2002 году (примерно 1,4 процента). Дефицит по счету текущих операций в 2003 году, по оценкам, составил 2,7 процента от ВВП по сравнению с 1,8 процента в предыдущем году. Это увеличение отчасти отражает то обстоятельство, что Соединенное Королевство находится на более продвинутом этапе циклического подъема по сравнению с континентальной Европой. Общая ситуация на рынке труда по-прежнему характеризовалась относительно высоким спросом на рабочую силу; дополнительный прирост занятости был зафиксирован главным образом в сфере государственного управления, образования и здравоохранения, а также в строительстве и в секторах финансовых и деловых услуг. Стандартизированный уровень безработицы (получаемый на основе обследований рабочей силы) в конце 2003 года был равен 4,9 процента; это самый низкий показатель с момента начала его регистрации в 1984 году.

В начале декабря 2003 года министр финансов Соединенного Королевства изменил методику расчета контрольного показателя инфляции, устанавливаемого для Банка Англии, перейдя с показателя, базирующегося на

индексе розничных цен за вычетом процентов по ипотечному кредиту (ИРЦ-х), на показатель, основанный на ГИПЦ ЕС. Новое контрольное задание заключается в удержании инфляции по ГИПЦ на уровне ниже 2 процентов⁹⁸. За последние четыре года инфляция была намного ниже этого нового контрольного показателя: в декабре 2003 года она упала до 1,3 процента, а за 2003 год в целом составила в среднем лишь 1,4 процента.

В ноябре 2003 года Комитет по денежно-кредитной политике поднял базовую ставку до 3,75 процента, отреагировав на прогнозы, согласно которым экономика растет несколько превышающими тренд темпами, а инфляция на прогнозируемую перспективу будет несколько выше контрольного показателя (из-за оживления в мировой экономике и продолжающегося мощного роста внутреннего спроса). Тем самым было полностью нейтрализовано сокращение процентных ставок в июле 2003 года, когда в вопросе о силе подъема все еще сохранялась неопределенность.

Финансово-бюджетная политика в 2003 году оставалась рельефно стимулирующей: скорректированный с учетом циклических факторов дефицит государственных финансов вырос на 1 процентный пункт до 2,3 процента ВВП. Курс финансово-бюджетной политики постепенно ослаблялся с 2000 года, когда еще существовал структурный бюджетный профицит, соответствовавший 0,9 процента от ВВП; с тех пор были приняты активные бюджетно-налоговые стимулирующие меры, которые кумулятивно оказались эквивалентны 3¼ процентного пункта от потенциального ВВП. Фактический (номинальный) дефицит государственного бюджета в 2003 году, согласно оценкам, составляет 2,9 процента от ВВП по сравнению с 1,5 процента в 2002 году⁹⁹. Правительство ожидает, что в 2003-2004 финансовом году, который заканчивается в марте 2004 года, бюджетный дефицит несколько превысит 3-процентный потолок, зафиксированный в Мaaстрихтском договоре¹⁰⁰.

Будущие главные проблемы с точки зрения политики связаны с риском резкого прекращения бума на рынке жилья с вытекающими из этого отрицательными последствиями для потребления и роста в целом. Еще один из ключевых факторов неопределенности по-прежнему связан с влиянием сохраняющейся слабости доллара на деятельность в зоне евро и, тем самым, на внешний спрос на продукцию Соединенного Королевства. Независимые исследователи и Европейская ко-

⁹⁸ По старой методике расчета инфляции контрольный показатель инфляции составлял 2,5 процента. Основные различия между этими двумя индексами заключаются в следующем: i) из ГИПЦ исключаются цены на недвижимость и муниципальный налог; и ii) формулы, используемые для расчета средних цен по большинству позиций, не совпадают. Эти расхождения приводят к тому, что инфляция на базе ИРЦ-Х систематически превышает инфляцию, рассчитанную по ГИПЦ.

⁹⁹ OECD, op. cit.

¹⁰⁰ *Financial Times*, 22 January 2004.

миссия все чаще высказывают сомнения в устойчивости государственных финансов в более долгосрочной перспективе (т. е. на протяжении примерно следующих трех лет) и комментируют риск нарушения установленного министром финансов "золотого правила" о заимствованиях только для целей государственных инвестиций. Если доходы не вырастут в соответствии с прогнозом правительства, то применение "золотого правила" будет подразумевать сокращение расходов и/или повышение ставок налогообложения.

Из других стран ЕС, не перешедших на евро, темпы роста в *Швеции* снизились до 1,6 процента, а в *Дании* высокие темпы роста сменились почти стагнацией. В обеих странах в 2003 году несколько снизилось частное и государственное потребление, уменьшился вклад реального чистого экспорта в экономический рост и сократились вложения в основной капитал.

Из западноевропейских стран, не входящих в ЕС, можно отметить сокращение ВВП на 0,5 процента в *Швейцарии*: уменьшение вложений в основной капитал и в товарно-материальные запасы с лихвой перекрыло умеренное увеличение по другим компонентам внутреннего спроса и позитивный вклад в рост чистого экспорта. Последнему обстоятельству способствовала исключительно мягкая денежно-кредитная политика, которая достигла поставленной цели снижения обменного курса. Хотя *Норвегия* и избежала рецессии, прирост ВВП в 2003 году составил в ней всего лишь 0,4 процента – самый низкий показатель за 15 лет. С 2001 года экономический рост здесь сдерживался высоким обменным курсом и высокими процентными

ставками, которые привели к повышению уровня безработицы и увеличению числа банкротств. *Исландия* в 2003 году оправилась от некоторого сокращения предыдущего года, которое стало следствием политики противодействия "перегреву" экономики в начале 2000-х годов. Ведущую роль в оживлении экономической активности сыграли вложения в основной капитал в энергетике. В *Израиле* положение в экономике также изменилось: после двух лет рецессии ВВП вырос примерно на 1 процент. В связи с неблагоприятными внутренними прогнозами внутренний спрос сократился (главным образом из-за падения объема инвестиций), и оживление было обусловлено в основном мощным ростом экспорта (которому способствовало начавшееся оживление международной торговли высокотехнологичной продукцией) в сочетании с сокращением импорта. На состояние экономики присоединяющихся к ЕС стран Средиземноморья (*Кипр* и *Мальта*) значительное влияние оказывают поступления от туризма, динамика которых в 2003 году в этих двух странах была противоположной. На Кипре эти доходы несколько сократились, но экономика страны оставалась удивительно стойкой. Среди потребителей царят в основном позитивные настроения, и главным источником 2-процентного прироста ВВП стало потребление домохозяйств. На Мальте, напротив, несмотря на рост экспорта (включая доходы от туризма), чистый экспорт внес отрицательный вклад в прирост ВВП, который составил менее 1 процента и был обеспечен главным образом за счет государственных вложений в основной капитал.