

## ГЛАВА 2

# ГЛОБАЛЬНЫЙ КОНТЕКСТ

### 2.1 Общая картина

#### *Мощный глобальный подъем, но потеря темпа*

В 2004 году глобальный экономический подъем продолжался. Мировой объем производства увеличился примерно на 5 процентов по сравнению с 3,9 процента в 2003 году<sup>77</sup>. Это был самый высокий среднегодовой показатель прироста за 30 лет. Мощный рост производства привел к заметному ускорению роста объема мировой торговли товарами и услугами, который в 2004 году увеличился в физическом выражении почти на 9 процентов – вдвое больше, чем в 2003 году. Однако за среднегодовым показателем скрывается тот факт, что после первого квартала 2004 года глобальный подъем начал терять темп. Одним из главных факторов, обусловивших это замедление роста в течение года, как представляется, стало резкое повышение цен на нефть; но свою роль здесь сыграло также постепенное ослабление стимулирующего курса экономической политики в ведущих странах. Кроме того, снижение курса доллара, возобновившееся во второй половине года, напомнило о том, что крупные финансовые дисбалансы по-прежнему представляют собой серьезный риск понижающих тенденций для глобальной экономики. На фоне неопределенных перспектив на рынках труда и отрицательных последствий повышения цен на энергоносители для покупательной способности домашних хозяйств индекс уверенности потребителей снизился в Соединенных Штатах и оставался невысоким в западной Европе на протяжении второго полугодия 2004 года. После первого квартала 2004 года показатели уверенности деловых кругов в Соединенных Штатах снизились, а в западной Европе умеренное укрепление уверенности промышленных кругов во второй половине года переросло в стагнацию.

Из ведущих стран наиболее сильные стимулы для глобального роста в 2004 году обеспечивали Соединенные Штаты и Китай. Темпы экономического роста в шести остальных основных странах между вторым и третьим кварталами 2004 года значительно замедлились. Темпы прироста реального ВВП в странах "большой семерки", вместе взятых (в эту группу не входит Китай), в третьем квартале снизились до 0,6 процента по

сравнению с 1 процентом в первом квартале. Это замедление роста было практически полностью обусловлено низкими показателями в Японии и в четырех ведущих западноевропейских странах. Прямым следствием последнего обстоятельства явилось заметное снижение темпов экономического роста в зоне евро. Но появились также симптомы замедления – хотя пока в умеренных размерах – по-прежнему динамичного роста китайской экономики.

Если посмотреть на 2004 год в целом, то следует отметить, что глобальный подъем охватил все основные регионы, хотя темпы роста в них варьировались как отражение различий в состоянии внешнего и внутреннего спроса, а также в курсах экономической политики. Выделяется сохраняющийся динамизм развития азиатских стран, отражающий прежде всего неуклонно высокие темпы роста в Китае и Индии и ускорение темпов роста в юго-восточной Азии. Исключительно высокими были также темпы роста в СНГ, главным образом из-за значительного повышения цен на сырьевые товары. Значительно оживилась также экономическая активность в Латинской Америке, и сохранялись высокие темпы развития экономической деятельности в большинстве стран центральной и восточной Европы. Как и в 2003 году, зона евро оставалась слабым звеном в глобальном подъеме.

#### *Изменение приоритетов у тех, кто отвечает за разработку политики*

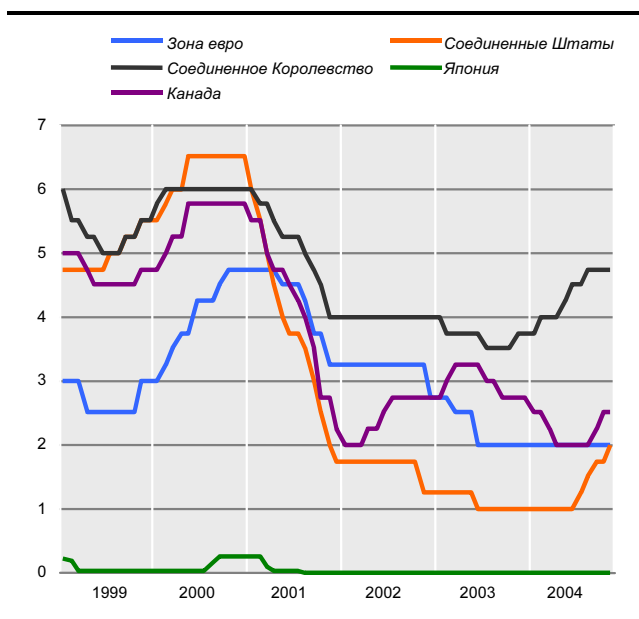
В начале 2003 года тех, кто разрабатывает политику, все еще беспокоила возможность сохранения низких темпов роста после того, как в 2000 году лопнули "пузыри", образовавшиеся на рынках ИКТ и фондовых рынках. Но постепенное снижение процентных ставок центральными банками ведущих стран до исторически низких уровней (диаграмма 2.1.1) наряду с обеспечением массивных финансовых стимулов в Соединенных Штатах способствовало постепенному оживлению мировой экономики, которое усилилось во втором полугодии 2003 года и продолжало набирать обороты в 2004 году. Теперь внимание переключилось на риски, связанные с ускорением инфляции и "перегревом" экономики, а также с возникновением "пузырей" цен на активы после резкого увеличения объема глобальной ликвидности. В настоящее время главная задача заключается в устранении этих массивных денежно-кредитных стимулов без подрыва устойчивости глобального подъема.

В Соединенных Штатах, где экономический подъем глубоко укоренился, Совет Федеральной резервной

<sup>77</sup> На основе национальных ВВП с использованием в качестве весовых коэффициентов паритетов покупательной способности. Если использовать в качестве весов рыночные обменные курсы, то получится, что глобальный реальный ВВП в 2004 году вырос на 4,1 процента против 2,4 процента в 2003 году. Consensus Economics, *Consensus Forecasts* (London), 6 December 2004.

ДИАГРАММА 2.1.1

Ключевые официальные процентные ставки ведущих центральных банков, январь 1999 года – ноябрь 2004 года  
(В процентах годовых)



Источник: Опубликованные материалы центральных банков.

Примечание: Зона евро: основная ставка рефинансирования; Канада: контрольная ставка по суточным кредитам; Япония: суточная ставка по необеспеченным кредитам; Соединенные Штаты: контрольная ставка по федеральным фондам.

системы начал постепенно повышать ключевую процентную ставку (контрольная ставка по федеральным фондам) с 1 процента в июне 2004 года, доведя ее в четыре этапа до 2 процентов в ноябре 2004 года. В Соединенном Королевстве Комитет по денежно-кредитной политике Банка Англии начал ужесточать денежно-кредитную политику уже в ноябре 2003 года, и этот процесс продолжался на протяжении первых восьми месяцев 2004 года. Центральные банки Канады и Швейцарии также повысили свои ключевые процентные ставки. Напротив, в зоне евро ЕЦБ до сих пор придерживался выжидательной позиции ввиду все еще не очень устойчивого оживления производства и сохранял свою основную ставку рефинансирования на неизменном уровне в 2 процента (диаграмма 2.1.1). Кроме того, были значительно ужесточены меры контроля в денежно-кредитной сфере и повышены процентные ставки (в числе прочих мер политики) в Китае, который на протяжении долгого времени был "отключен" от международного цикла деловой активности, в целях предотвращения перегрева экономики и обеспечения "мягкой посадки". В 2004 году финансово-бюджетная политика (если судить по изменениям циклически скорректированных первичных балансов) была в определенной мере стимулирующей в Соединенных Штатах, но в среднем несколько ограничительной в зоне евро. В Японии ужесточение финансово-бюджетной политики было выражено более рельефно. Правительства все более обеспокоены необходимостью консолидации государственных финансов перед лицом возрастающих проблем в бюджетно-финансовой сфере, порождаемых старением населения.

Серьезное и еще более острое беспокойство у тех, кто разрабатывает политику, по-прежнему вызывают значительные дисбалансы по счету текущих операций в основных регионах мировой экономики. Дефицит по счету текущих операций Соединенных Штатов в 2004 году вырос до рекордного уровня, и на следующие два года прогнозируется его дальнейшее увеличение. Главным зеркальным отражением этого дефицита являются значительные активные сальдо по счету текущих операций в Японии и Азии (особенно в Китае), а также, в чуть меньшей степени, в зоне евро (главным образом в Германии). Эти дисбалансы отражают не только различия в состоянии внутреннего спроса в Соединенных Штатах и в остальных странах мира, но и несбалансированность обменных курсов между основными валютами. Последнее обстоятельство остается потенциальным источником сбоев в международных потоках капиталов с учетом неприемлемости значительного дефицита Соединенных Штатов по счету текущих операций и обусловленного этим кумулятивного увеличения их чистого внешнего долга. Эта обеспокоенность, как представляется, и сыграла роль главного фактора, вызвавшего сильное снижение курса доллара по отношению к другим основным валютам в ноябре и декабре 2004 года. Поэтому еще одной основной задачей политики является постепенное сокращение дефицита Соединенных Штатов по счету текущих операций без создания угрозы для устойчивости глобального оживления.

#### Динамичный рост на развивающихся рынках

Реальный ВВП в развивающихся странах в 2004 году вырос примерно на 6,1 процента, что является крупнейшим показателем за три десятилетия<sup>78</sup>. Хотя это отражает главным образом динамичное развитие азиатских стран, экономический рост ускорился во всех развивающихся регионах. Экономическая активность подкреплялась ускорением темпов роста международной торговли и стимулировалась конкурентоспособными обменными курсами, укреплением внутреннего спроса, благоприятными международными условиями финансирования, а в некоторых регионах и высокими ценами на сырьевые товары.

Чистый приток частного капитала в развивающиеся страны в 2004 году увеличился примерно до 226 млрд. долларов, то есть до самого высокого показателя со времен восточно-азиатского кризиса<sup>79</sup>. Инвесторов привлекали хорошие экономические показатели этих стран, обилие ликвидных средств и относительно низкие ставки доходности по финансовым активам в промышленно развитых странах. Увеличение притока капиталов было достигнуто полностью за счет прямых иностранных инвестиций (ПИИ); чистые финансовые потоки других типов либо сокращались, либо оставались более или менее стабильными. Основная масса ПИИ направлялась в Азию (куда поступили в чистом

<sup>78</sup> World Bank, *Global Economic Prospects 2005* (Washington, D.C.), November 2004 [www.worldbank.org].

<sup>79</sup> Institute of International Finance, *Capital Flows to Emerging Market Economies* (New York), 2 October 2004 [www.iif.com].

выражении 62 млрд. долларов), где на Китай приходилось более 80 процентов общерегионального притока инвестиций (примерно 50 млрд. долларов). Заемщики на формирующихся рынках активизировали эмиссию облигаций, и валовой объем выпущенных ими облигаций, согласно оценкам, достиг рекорда, установленного в 1997 году<sup>80</sup>. Это отражает усилия заемщиков зафиксировать низкие процентные ставки и увеличить сроки погашения долговых инструментов в предвидении повышения расходов на заимствования с 2005 года. Спреды к казначейским векселям Соединенных Штатов в конце года были близки к показателям начала 2004 года, когда они достигли рекордно низких уровней.

В развивающейся Азии экономический рост в 2004 году ускорился до 7 процентов, достигнув темпов 2000 года, которые были самыми высокими с кризисных времен 1997–1998 годов<sup>81</sup>. Росту способствовали увеличение глобальных расходов на продукты ИКТ<sup>82</sup> и динамичное развитие региональной и глобальной торговли. Увеличение вложений в основной капитал и сохранение высоких темпов роста внутреннего потребления означают, что база для роста стала более широкой. Повышение внутреннего спроса привело к быстрому росту импорта, в результате чего активное сальдо региона по счету текущих операций несколько уменьшилось по сравнению с 2003 годом, когда оно было самым крупным за четыре года. Тем не менее в регионе продолжалось ширококомасштабное накопление международных резервов.

В Китае экономический рост ускорился с 2001 года, и это сопровождалось настолько быстрым расширением кредитов и вложений в основной капитал, что в некоторых секторах стали ощущаться более высокие темпы инфляции и нехватка производственных мощностей. Чтобы избавиться от опасности перегрева экономики, власти страны с середины 2003 года ввели в действие целый ряд в основном административных мер макроконтроля, призванных остудить экономику. В конце октября 2004 года центральный банк впервые за девять лет поднял процентные ставки, хотя и лишь незначительно, сделав тем самым шаг в направлении усиления акцента на использование рыночных механизмов для замедления роста кредитов и вложений в основной капитал. В то же время был отменен потолок на ставки банковского кредитования, что должно помочь повысить эффективность финансового посредничества. Хотя на протяжении 2004 года появились признаки замедления роста инвестиций и импорта, реальный ВВП все же вырос почти на 9 процентов. В Индии темпы экономического роста в 2004 году составили 6,5 процента, что

является высоким показателем, но все же явно ниже 8,2 процента 2003 года. Замедление было обусловлено гораздо менее благоприятными условиями в сельскохозяйственном секторе, который сильно влияет на личные доходы и потребление.

В Латинской Америке прирост ВВП в 2004 году ускорился в среднем до 5,5 процента, что является самым высоким показателем более чем за 25 лет<sup>83</sup>. Впервые за семь лет рост был зарегистрирован во всех странах региона (за исключением Гаити). Им помогли высокий спрос на импорт в Соединенных Штатах и Азии (особенно в Китае), увеличение поступлений от туризма, благоприятные условия внешнего финансирования и повышение цен на сырьевые товары<sup>84</sup>. Активное сальдо по счету текущих операций несколько увеличилось по сравнению с 2003 годом, когда регион впервые более чем за четверть столетия свел счет текущих операций с положительным сальдо. Внешние стимулы подкреплялись конкурентоспособными обменными курсами и продуманной макроэкономической политикой. Сочетание роста экспорта, повышения индексов уверенности и более позитивных экономических прогнозов помогло стимулировать внутренний спрос.

На Ближнем Востоке опорой для экономического роста послужило резкое повышение цен на нефть. Но связанные с этим стимулы частично нейтрализовывались факторами неопределенности, порождаемыми политической напряженностью, террористическими атаками и войной. В Африке реальный ВВП в 2004 году вырос примерно на 4,5 процента по сравнению с 3,7 процента в 2003 году. Росту этого показателя способствовали довольно стабильные макроэкономические условия, равно как и повышение цен на сырьевые товары, которое привело к значительному улучшению условий торговли. Было зарегистрировано также увеличение ПИИ. Вместе с тем по экономическим показателям между странами этого континента отмечались значительные расхождения, отражающие, помимо фундаментальных макроэкономических показателей, различия в обеспеченности факторами производства и природными ресурсами, в социально-политической стабильности и климатических условиях.

#### **Бум на международных рынках сырьевых товаров**

Международные цены на сырьевые товары в 2004 году значительно выросли, что было обусловлено неожиданно высоким спросом в сочетании с низкими уровнями запасов и относительно вялой реакцией предложения. Давление на цены, как представляется, усиливалось в результате деятельности спекулятивных инвестиционных фондов, изыскивавших альтернативы в условиях низкой доходности финансовых активов, хотя

<sup>80</sup> BIS, "International banking and financial market development", *BIS Quarterly Review* (Basel), December 2004 [www.bis.org].

<sup>81</sup> Asian Development Bank, *Asian Development Outlook Update* (Manila), October 2004 [www.adb.org].

<sup>82</sup> Общемировые расходы на ИКТ в 2004 году увеличились примерно на 4,6 процента после прироста на 1,4 процента годом ранее. ЕИТО, *EITO Update 2004*, October 2004 [www.eito.com].

<sup>83</sup> ECLAC, *Preliminary Overview of the Economies of Latin America and the Caribbean 2004* (Santiago), December 2004 [www.eclac.org].

<sup>84</sup> Основными товарами, экспортируемыми Латинской Америкой, являются нефть и нефтепродукты, кофе, бананы, соевые бобы и соевое масло, мясо, медь и железная руда.

ТАБЛИЦА 2.1.1

**Международные цены на сырьевые товары, 2002–2004 годы**  
 (Годовое изменение в процентах)

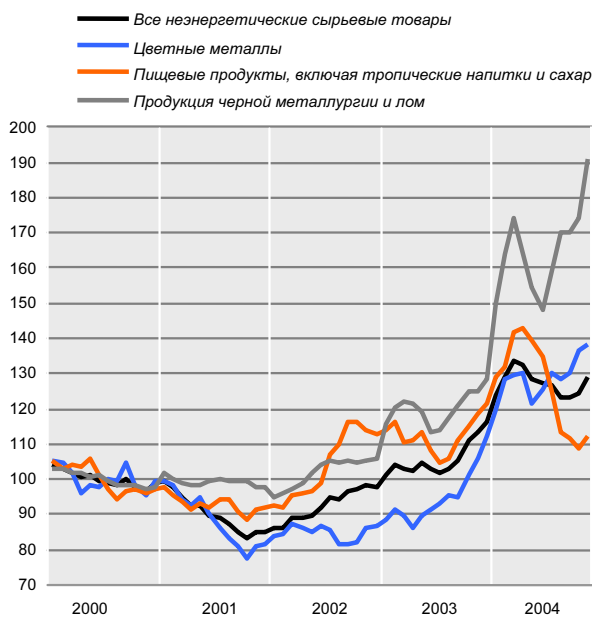
Позиции	Весы	Цены в долларах			Цены в евро		
		2002	2003	2004 <sup>а</sup>	2002	2003	2004 <sup>а</sup>
Энергоносители.....	67,4	-0,4	14,4	35,6	-5,9	-3,9	23,0
Неэнергетические сырьевые материалы.....	32,6	2,7	14,2	21,6	-2,6	-4,5	10,6
Промышленное сырье .....	22,6	-1,6	17,3	25,6	-6,5	-2,1	14,2
Цветные металлы .....	9,1	-4,2	11,9	38,1	-8,8	-6,8	25,5
Железная руда, лом.....	3,4	2,7	17,9	38,4	-2,6	-1,4	25,6
Сельскохозяйственные сырьевые товары .....	10,1	-0,6	21,6	10,5	-5,8	1,7	0,5
Пищевые продукты.....	9,9	12,0	8,1	13,2	6,1	-9,4	2,9
<b>Итого.....</b>	<b>100</b>	<b>0,6</b>	<b>14,4</b>	<b>30,9</b>	<b>-4,8</b>	<b>-4,2</b>	<b>18,9</b>

**Источник:** Гамбургский институт международных экономических исследований (ГИМЭИ).

**Примечание:** Весы соответствуют средним долям различных товарных категорий в совокупном импорте сырьевых товаров ОЭСР в 1999–2001 годах.

<sup>а</sup> Январь–ноябрь.

ДИАГРАММА 2.1.2

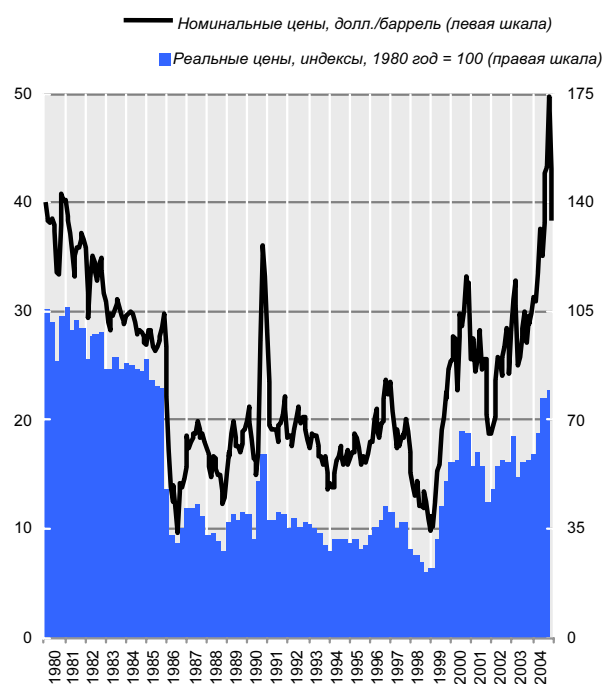
**Цены на неэнергетические сырьевые товары, январь 2000 года – ноябрь 2004 года**  
 (Отдельные товарные группы, индексы, 2000 год = 100)


**Источник:** Гамбургский институт международных экономических исследований (ГИМЭИ).

**Примечание:** Индексы рассчитаны на основе текущих долларовых цен и взвешены по средним долям различных товарных категорий в совокупном сырьевом импорте ОЭСР в 1999–2001 годах.

точно оценить их реальное влияние на развитие событий трудно. В 2004 году цены на неэнергетические сырьевые товары выросли по сравнению с 2003 годом примерно на 22 процента, что является их самым значительным приростом за 10 лет. Опережающими темпами росли цены на металлы, которые в среднем увеличились за год почти на 40 процентов (таблица 2.1.1), и прежде всего цены на сырьевые материалы из меди, свинца, олова, никеля и черных металлов. Спрос на металлы подхлестывался ростом мирового промышленного про-

ДИАГРАММА 2.1.3

**Номинальные и реальные цены на сырую нефть, 1980–2004 годы**  
 (Долл./баррель, индексы)


**Источник:** United States Department of Energy, *Weekly Status Petroleum Report* (Washington, D.C.), различные выпуски [www.eia.doe.gov]; IMF, *International Financial Statistics* (КД-ПЗУ); Организация Объединенных Наций, общая база данных.

**Примечание:** Цена спот на нефть марки "Брент", среднемесячные показатели по номинальным ценам и среднеквартальные показатели по реальным ценам. Реальная цена сырой нефти была рассчитана путем дефлирования индекса номинальных цен по индексу стоимости единицы продукции обрабатывающей промышленности, экспортируемой развитыми странами с рыночной экономикой.

изводства, прежде всего в Китае и других азиатских странах. Но во втором полугодии резкий рост цен на неэнергетическое сырье замедлился и даже отчасти сменился их снижением (диаграмма 2.1.2).

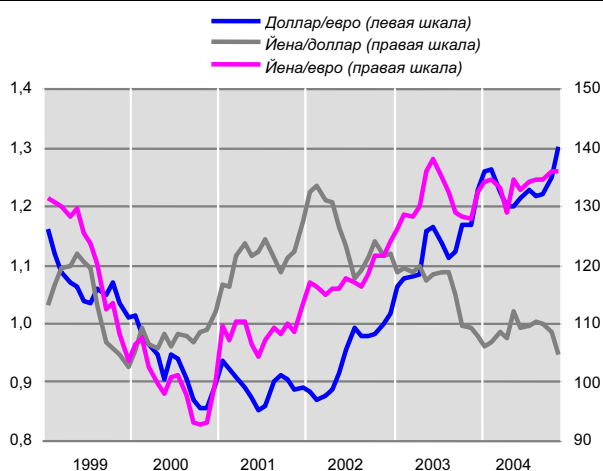
**Цены на нефть выросли до рекордных уровней**

На протяжении первых 10 месяцев 2004 года цены на нефть быстро росли. Во второй половине октября 2004 года в номинальном выражении они достигли рекордного уровня 52,3 доллара за баррель (цена спот марки "Брент"), но к середине декабря снизились до 37 долларов за баррель (диаграмма 2.1.3). В 2004 году мировой спрос на нефть вырос примерно на 3,4 процента<sup>85</sup> (крупнейший показатель более чем за два десятилетия) под воздействием повышения мировой экономической активности и, в частности, увеличения потребления в Китае и Соединенных Штатах. Значительное увеличение спроса произошло на фоне очень низких показателей незагруженных производственных мощностей. Ввиду этого сильное дополнительное влияние на цены оказали фактические или потенциальные сбои в поставках в ряде основных районов ее добычи (Мексиканский

<sup>85</sup> International Energy Agency, *Oil Market Report* (Paris), 10 November 2004 [www.iea.org].

ДИАГРАММА 2.1.4

Двусторонние обменные курсы доллара, евро и иены,  
январь 1999 года – ноябрь 2004 года

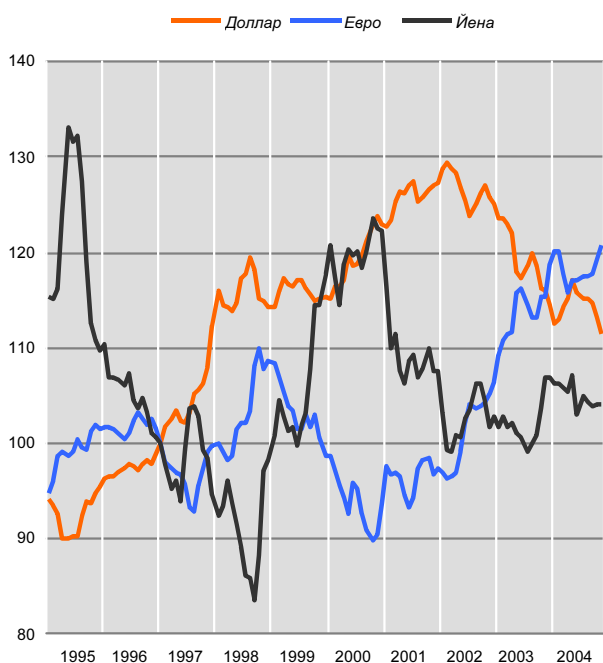


Источник: Евростат, база данных "NewCronos"; Совет управляющих Федеральной резервной системы [www.federalreserve.gov].

Примечание: Среднемесячные показатели.

ДИАГРАММА 2.1.5

Индексы номинальных эффективных обменных курсов  
доллара, евро и иены, январь 1995 года – ноябрь 2004 года  
(Индексы, 1997 год = 100)



Источник: Доллар: Совет управляющих Федеральной резервной системы [www.federalreserve.gov]; евро: ЕЦБ [www.ecb.int]; иена: Datastream.

Примечание: Широкий индекс для доллара и евро.

залив, Ирак, Нигерия, Норвегия, Россия, Венесуэла). В ноябре цены на нефть стали снижаться с их пиковых уровней как отражение образования избытка предложения над спросом и увеличения ее товарных запасов. В ноябре 2004 года среднемесячная цена на нефть (марки

"Брент") была на 50 процентов выше, чем 12 месяцами ранее; в евро увеличение составило 35 процентов. Средняя цена за первые 11 месяцев 2004 года достигла 38 долларов за баррель, что примерно на 9,2 доллара (или 32 процента) выше средней цены за тот же период 2003 года. С учетом повышения курса евро по отношению к доллару рост цен на нефть в евро за тот же период составил примерно 20 процентов.

В реальном выражении (после дефлирования номинальных цен на нефть по индексу стоимости единицы продукции обрабатывающей промышленности, экспортируемой развитыми странами) цены в 2004 году превышали цены 2003 года примерно на 22 процента, но все же были приблизительно на 30 процентов ниже уровня, достигнутого после второго потрясения на рынке нефти в 1980–1981 годах (диаграмма 2.1.3).

### На фондовых рынках сохранялась вялая конъюнктура

На международных фондовых рынках на протяжении 2004 года отмечалась значительная неустойчивость. После бойкого начала в первом квартале, подкрепленного положительными прогнозами мирового экономического роста, увеличением корпоративных доходов и готовностью инвесторов вновь идти на риск, на глобальных фондовых рынках наблюдались хаотичные отклонения от в основном плоского тренда. Как представляется, уверенность инвесторов ослаблялась затянувшейся геополитической неопределенностью, обеспокоенностью по поводу цен на нефть, возможностью "жесткой посадки" экономики в Китае и снижением прогнозов глобального роста на 2005 год. В конце 2004 года, когда цены на нефть резко упали со своих рекордных уровней, достигнутых в октябре, курсы акций вновь подскочили на волне возобновления уверенности в продолжении глобального экономического подъема. При всем этом в период с января по конец ноября 2004 года цены на основных фондовых рынках возросли в среднем лишь на 5 процентов.

### Продолжается снижение курса доллара

Основной тенденцией на валютных рынках в 2004 году было дальнейшее снижение курса доллара во втором полугодии, которое ускорилось в ноябре и более чем перекрыло его повышение в первые пять месяцев года (диаграмма 2.1.4). Это "соскальзывание" доллара было обусловлено главным образом усилением поддержки идеи необходимости фундаментального изменения обменного курса в целях коррекции значительного дефицита Соединенных Штатов по счету текущих операций и связанного с этим увеличения внешних финансовых обязательств. Свою роль здесь, скорее всего, сыграла также обеспокоенность по поводу крупного и носящего хронический характер дефицита государственного бюджета.

Обменный курс доллара к евро в начале декабря 2004 года повысился до рекордной отметки 1,33 доллара за евро. Курс иены к доллару упал до 102,6 иены, то есть до самого низкого уровня за пять лет, и при этом японские власти не предпринимали никаких оче-

видных попыток интервенции на рынке. С момента достижения самого низкого месячного уровня в феврале 2002 года курс евро в ноябре 2004 года повысился по отношению к доллару почти на 50 процентов. Иена выросла к доллару за тот же период примерно на 27,5 процента. В конце 2004 года курс доллара заметно снизился и по отношению к другим основным валютам, таким как фунт стерлингов Соединенного Королевства и швейцарский франк, а также по отношению к ряду азиатских валют. Однако в Китае органы денежно-кредитной сферы поддерживали паритет своей валютной привязки к доллару на протяжении девяти лет подряд, невзирая на возрастающее давление в пользу ревальвации со стороны спекулятивных потоков капитала и Соединенных Штатов.

По сравнению с предыдущим высоким уровнем февраля 2002 года номинальный обменный курс доллара, взвешенный по показателям торговли, к ноябрю 2004 года упал на 15 процентов (диаграмма 2.1.5). За тот же период номинальный эффективный обменный курс евро повысился примерно на 25 процентов. В то же время эффективный обменный курс иены за период с февраля 2002 года по ноябрь 2004 года вырос лишь примерно на 5 процентов.

## 2.2 Соединенные Штаты и Япония

### и) Соединенные Штаты

#### *Подъем продолжается под воздействием внутреннего спроса и экспорта*

В Соединенных Штатах экономическая деятельность в 2004 году росла высокими темпами под воздействием внутреннего спроса. Экспорт увеличился вследствие благоприятных внешних условий и благодаря снижению курса доллара. Но быстрый рост импорта

ТАБЛИЦА 2.2.1

**Динамика реального ВВП и основных компонентов расходов в Соединенных Штатах, III квартал 2003 года – III квартал 2004 года**  
(Изменение в процентах к предшествующему периоду)

	2003 год		2004 год		
	III кв.	IV кв.	I кв.	II кв.	III кв.
Частное потребление .....	1,2	0,9	1,0	0,4	1,2
Конечные государственные потребительские расходы .....	-0,3	0,5	0,5	0,2	0,8
Валовые вложения в основной капитал .....	3,7	2,1	1,1	3,1	1,5
Товарно-материальные запасы <sup>a</sup> .....	0,1	0,1	0,3	0,2	-0,2
Совокупные внутренние расходы .....	1,6	1,2	1,2	1,1	1,0
Экспорт товаров и услуг .....	2,7	4,1	1,8	1,8	1,6
Импорт товаров и услуг .....	0,7	4,0	2,6	3,0	1,5
Чистый экспорт <sup>a</sup> .....	0,2	-0,2	-0,2	-0,3	-0,1
ВВП .....	1,8	1,0	1,1	0,8	1,0

**Источник:** Министерство торговли Соединенных Штатов, Бюро экономического анализа.

**Примечание:** Данные приведены с поправками на сезонные колебания. Цифры за III квартал 2004 года представляют собой предварительные оценки.

<sup>a</sup> Вклад в рост реального ВВП в процентных пунктах.

означал, что динамика реального чистого экспорта по-прежнему притормаживала внутреннее производство. Реальный ВВП увеличился на 4,4 процента, что значительно выше трендового темпа прироста производства, составляющего порядка 3<sup>1</sup>/<sub>4</sub> процента; в результате этого разрыв между потенциальным и реальным производством в 2004 году стал весьма незначительным<sup>86</sup>. Опорой экономической активности являлось частное потребление, подкреплявшееся медленно оживлявшимся рынком труда, низкими процентными ставками и бумом на рынке недвижимости в жилищном секторе, приведшим к повышению благосостояния (таблица 2.2.1). Норма сбережений домашних хозяйств также снизилась с и без того низкого уровня 2003 года, когда она составляла 1,4 процента от располагаемых доходов. Благодаря по-прежнему низким ставкам ипотечного кредита конъюнктура на рынке жилья оставалась высокой, о чем свидетельствовали неуклонное расширение инвестиций в жилищном секторе и рекордные показатели продаж жилья. Вместе с тем в конце 2004 года некоторое замедление роста продаж жилья, как представляется, привело к определенному снижению темпов роста цен в этом секторе. Кроме того, судя по всему, в последние месяцы 2004 года рост потребительских расходов затормозился на фоне снижения уровня уверенности потребителей, высоких цен на энергию и ожиданий замедления экономического роста в 2005 году вместе со связанной с этим обеспокоенностью по поводу состояния рынка труда (диаграмма 2.2.1).

Динамично росли расходы предприятий на оборудование и программное обеспечение, стимулировавшиеся повышением прибыльности, ростом показателей загрузки производственных мощностей и налоговыми льготами. Снижение расходов на промышленные здания, отмечавшееся на протяжении трех предыдущих лет, в 2004 году, как представляется, прекратилось. Но после первого квартала 2004 года в связи с уменьшением оптимизма в экономических прогнозах показатели уверенности деловых кругов снизились (диаграмма 2.2.1). Это находит также отражение в тенденции к снижению показателей деловой активности ИУП, хотя они и оставались намного выше порогового уровня в размере 50, что свидетельствовало о продолжении оживления деловой активности (диаграмма 2.2.2).

#### *Состояние рынков труда постепенно улучшается*

Экономический подъем с необычно большой поддержкой привел также к увеличению занятости, хотя по историческим меркам оно было относительно незначительным. По сравнению с началом года в ноябре 2004 года несельскохозяйственная занятость увеличилась на 1,9 млн. человек, или на 1,4 процента. Тем не менее число занятых было несколько ниже предыдущего пика марта 2001 года. За тот же период уровень безработицы снизился лишь на 0,2 процентных пункта до 5,4 процента, что свидетельствует об увеличении предложения

<sup>86</sup> OECD Economic Outlook No. 76, Preliminary edition (Paris), November 2004.

ДИАГРАММА 2.2.1

Уверенность деловых кругов и потребителей в Соединенных Штатах, январь 2001 года – ноябрь 2004 года  
(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, I кв. 2001 года – III кв. 2004 года). Долгосрочный средний показатель уверенности потребителей, 1990–2003 годы.

рабочей силы. Замедление роста производительности труда в третьем квартале 2004 года в сочетании с ростом затрат на заработную плату вызвало некоторое повышающее давление на удельные издержки труда, которые, тем не менее, оставались умеренными. Острая конкуренция ограничивала способность производителей перекладывать на плечи потребителей бремя, связанное с более высокими затратами на энергию.

Несколько ускорилась инфляция потребительских цен, главным образом из-за повышения цен на энергию. Общие темпы инфляции в первые десять месяцев 2004 года в пересчете на годовую основу составили в среднем 2,5 процента, но базовая инфляция, при расчете которой из корзины исключаются продовольственные товары и энергоносители, была равна лишь 2 процентам.

#### Дальнейшее нарастание внешней несбалансированности

Дефицит торгового баланса в 2004 году достиг рекордного уровня, увеличившись примерно на 100 млрд. долларов до порядка 605 млрд. долларов. Дефицит по счету текущих операций составил примерно 670 млрд. долларов, или 5,7 процента от ВВП, против 4,8 процента в 2003 году. Разрыв между дефицитами по счету текущих операций и торгового баланса в 2004 году увеличился (обозначив тенденцию, которая, как ожидается, сохранит свою силу в 2005 и 2006 годах) в связи с ухудшением чистого сальдо по счету факторных доходов вследствие чистого оттока дивидендов и процентных платежей иностранцам, владеющим финансовыми активами, номинированными в долларах.

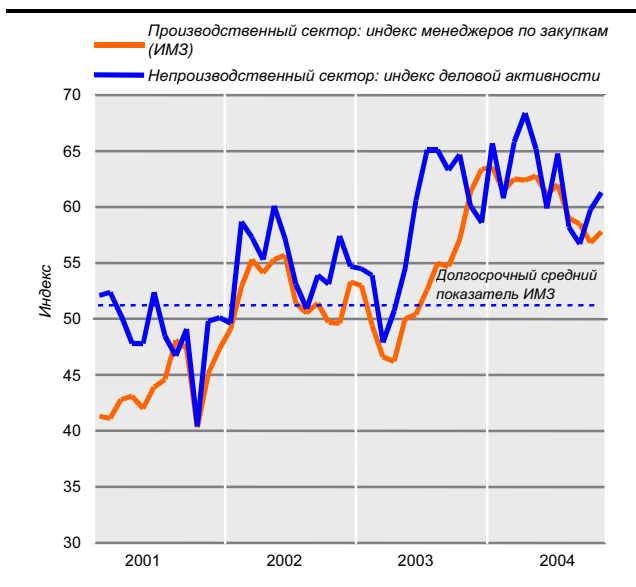
#### Постепенный отход от стимулирующего курса в денежно-кредитной политике

В условиях экономического роста Совет Федеральной резервной системы начал постепенно поднимать контрольную ставку по федеральным фондам, которая с июня 2003 года была самой низкой за 46 лет и составляла 1 процент. В период с июня по ноябрь 2004 года эта ставка, четырежды повышавшаяся на четверть процентного пункта, достигла 2 процентов. Тем не менее денежно-кредитная политика все еще активно направлена на поддержание экономического роста. Реальные краткосрочные процентные ставки (на базе ИПЦ) оставались отрицательными. Кроме того, умеренное ужесточение денежно-кредитной политики компенсировалось дальнейшим снижением курса доллара во втором полугодии 2004 года. Если вести речь о долгосрочных долговых инструментах, то следует отметить, что в период с марта по июнь 2004 года доходность по 10-летним казначейским облигациям выросла на 90 базисных пунктов до 4,7 процента, что свидетельствует, в частности, об обеспокоенности по поводу инфляционного воздействия более высоких цен на нефть и крупных бюджетных дефицитов. В ноябре в связи с ожиданиями замедления темпов роста в 2005 году доходность долгосрочных облигаций снизилась до 4,2 процента. Пересчитанные реальные показатели доходности по долгосрочным облигациям в 2004 году были близки к 2 процентам.

После двухлетнего периода проведения активного стимулирующего курса (диаграмма 2.2.3) в 2004 году финансово-бюджетная политика носила лишь слегка

ДИАГРАММА 2.2.2

Обследования деловой активности в Соединенных Штатах,  
январь 2001 года – ноябрь 2004 года  
(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 1990–2003 годы.

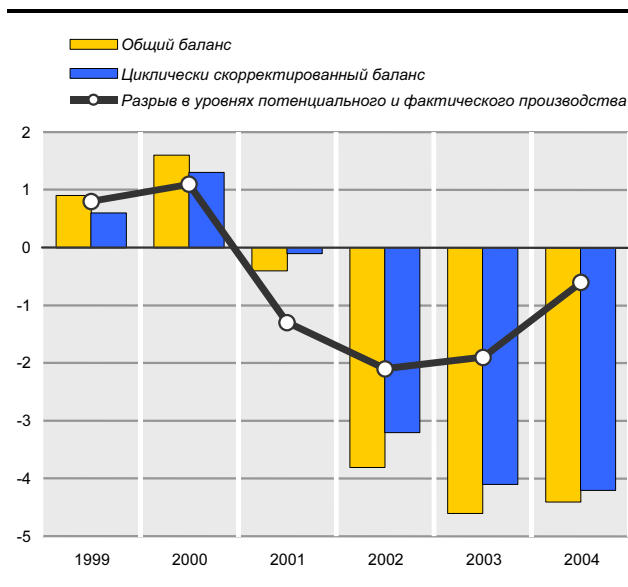
"экспансионистский" характер. Согласно оценкам, дефицит консолидированного государственного бюджета составил 4,4 процента от ВВП против 4,6 процента в 2003 году. Львиная доля этого дефицита является структурной<sup>87</sup>.

#### Краткосрочные перспективы остаются благоприятными

Согласно краткосрочным прогнозам, в Соединенных Штатах ожидается продолжение роста экономики, но темпами, более близкими к основному тренду роста производства. Ожидается, что реальный ВВП в 2005 году увеличится на 3,5 процента. Предполагается, что уровень занятости несколько возрастет, а уровень безработицы вновь снизится. Стимулы, обеспечиваемые денежно-кредитной политикой, в 2005 году еще более уменьшатся. Таким образом, ожидается, что долгосрочные процентные ставки на протяжении 2005 года будут повышаться. В то же время в результате, в частности, свертывания программ специальных инвестиционных стимулов для предпринимательского сектора и уменьшения скидок со ставок подоходных налогов финансово-бюджетная политика предположительно будет оказывать небольшое сдерживающее воздействие на экономическую активность. В этих условиях опорой для экономического подъема будет по-прежнему служить быстрый, хотя и замедляющийся рост частного потребления. Норма личных сбережений в 2005 году, как ожидается, сохранится на уровне ниже 1 процента от распо-

ДИАГРАММА 2.2.3

Консолидированный государственный финансовый баланс  
Соединенных Штатов, 1990–2004 годы  
(В процентах от ВВП)



Источник: OECD Economic Outlook No. 76 (Paris), November 2004.

Примечание: Общий баланс в процентах от фактического ВВП; циклически скорректированный баланс в процентах от потенциального ВВП. Цифры за 2004 год представляют собой оценки.

лагаемых доходов. Благодаря стимулирующему воздействию уменьшения показателей недогрузки мощностей и благоприятным перспективам повышения прибыльности инвестиционная активность предприятий в нежилом секторе должна остаться высокой. Согласно оценкам, инвестиционный бум в жилищном секторе стихнет, отчасти из-за повышения процентных ставок. Позитивное воздействие на экспорт должны оказать благоприятные глобальные условия и снижение курса доллара. Кроме того, изменения в реальном чистом экспорте будут в меньшей степени затормаживать общую экономическую активность. Дефицит по счету текущих операций, как ожидается, возрастет до уровня, соответствующего более чем 6 процентам от ВВП.

Помимо высоких цен на нефть основные риски понижающих тенденций в рамках этого благоприятного сценария включают в себя неопределенность в вопросе о динамике расходов частных домашних хозяйств из-за высокого уровня задолженности, затухание бума на рынке недвижимости в жилищном секторе и ухудшение условий финансирования из-за повышения процентных ставок. Если положение на рынке рабочей силы окажется менее благоприятным, чем ожидается, то это повлияет также на уровень уверенности потребителей и вполне может привести к увеличению нормы сбережений домашних хозяйств с параллельным сокращением спроса. Дефицит по счету текущих операций в сочетании с крупным дефицитом государственного бюджета может спровоцировать негативную реакцию на международных финансовых рынках и вызвать соответствующее повышательное давление на процентные ставки на рынках облигаций.

<sup>87</sup> Ibid.



## ii) Япония

### *Еще одно ложное пробуждение?*

В Японии мощное экономическое оживление, начавшееся во втором квартале 2003 года, дало сбой во втором квартале 2004 года. Во втором и третьем кварталах темпы экономического роста резко снизились до уровня, близкого к стагнации. Тем не менее реальный ВВП в 2004 году все же увеличился примерно на 3,4 процента в силу значительного эффекта статистического переноса<sup>88</sup> с конца 2003 года. Если потребительские расходы сохранили высокую динамику, то расширение вложений предприятий в основной капитал и рост экспорта замедлились. В то же время быстрыми темпами продолжали сокращаться государственные капиталовложения. Утрата циклического импульса рельефно проявилась также в ухудшении показателей промышленного производства и в продолжении падения цен в 2004 году. В противоположность продолжавшемуся быстрому снижению дефлятора ВВП, который является наиболее общим показателем изменения цен в экономике, падение индекса потребительских цен в 2004 году замедлилось. Продолжалось также падение цен на землю. Тем не менее в финансовом секторе был достигнут прогресс в деле оздоровления портфелей бездействующих кредитов, и долгосрочное сокращение банковского кредитования, как представляется, близится к концу. Курс денежно-кредитной политики в 2004 году оставался неизменным, и суточная ссудная ставка центрального

банка поддерживалась практически на нулевом уровне. Показатели доходности по 10-летним государственным облигациям в конце 2004 года составляли лишь 1,5 процента. После первого квартала 2004 года интервенции на валютном рынке, призванные сдержать повышение курса иены по отношению к доллару, как представляется, прекратились, что привело к некоторому ужесточению общих условий в денежно-кредитной сфере. Финансово-бюджетная политика в 2004 году носила сдерживающий характер. Согласно оценкам, фактический дефицит государственного бюджета в 2004 году составил приблизительно 6,5 процента против 7,7 процента в 2003 году.

Тем не менее при оценке базовых циклических тенденций возникли более значительные сложности, чем обычно, в связи с пересмотром статистики национальных счетов<sup>89</sup>. Прогнозы, основанные на имеющихся в настоящее время данных, свидетельствуют о замедлении экономического роста в 2005 году до среднегодового показателя 1,5 процента. Это отражает как умеренное повышение уровня внутреннего спроса, так и замедление роста экспорта. С учетом зависимости японской экономики от экспорта сильное повышение курса иены создаст риск еще большего замедления экономического роста. Учитывая взрывную траекторию роста государственного долга, который в 2004 году был эквивалентен 170 процентам от ВВП, главной среднесрочной задачей руководства Японии являются коррекция и консолидация государственных финансов.

<sup>88</sup> В любом случае поддержание реального ВВП на протяжении 2004 года на уровне последнего квартала 2003 года обеспечило бы среднегодовые темпы прироста в размере 2 процентов.

<sup>89</sup> Согласно предварительным оценкам ВВП на основе нового (цепного) дефляционного метода, среднегодовые темпы экономического роста в 2003 году составляют 1,3 процента по сравнению с расчетными 2,5 процента на базе старой методологии. Исходя из второго метода, реальный ВВП за первые три квартала 2004 года в пересчете на годовую основу вырос на 4,4 процента. Согласно же предварительным пересмотренным данным с использованием новой методологии, прирост за тот же период составил лишь 3,2 процента.