



## Генеральная Ассамблея

Distr.: General  
28 July 2011  
Russian  
Original: English

---

**Шестьдесят шестая сессия**  
Пункт 17(d) предварительной повестки дня\*  
**Вопросы макроэкономической политики:**  
**сырьевые товары**

### **Общемировые тенденции и перспективы в области сырьевых товаров**

#### **Записка Генерального секретаря**

Во исполнение просьбы Генеральной Ассамблеи, высказанной на ее шестьдесят четвертой сессии в резолюции 64/192 от 21 декабря 2010 года, Генеральный секретарь имеет честь препроводить Ассамблее настоящий доклад об общемировых тенденциях и перспективах в области сырьевых товаров, в том числе о причинах чрезмерной неустойчивости цен на сырьевые товары, подготовленный секретариатом Конференции Организации Объединенных Наций по торговле и развитию.

---

\* A/66/150.



## **Доклад секретариата Конференции Организации Объединенных Наций по торговле и развитию об общемировых тенденциях и перспективах в области сырьевых товаров**

### *Резюме*

В течение последних 12 месяцев на рынках сырьевых товаров наблюдалось оживление, сменившее спад, который отмечался в период глобального экономического и финансового кризисов 2008–2009 годов, при этом цены достигли в 2011 году рекордных уровней в условиях исключительной неустойчивости рыночной конъюнктуры. Цены на сырую нефть, минеральное сырье и драгоценные металлы выросли более чем вдвое по сравнению с тем уровнем, который отмечался в конце 2008 года. Цены на основные виды сельскохозяйственной продукции, включая кофе, кукурузу, хлопок, овес и сахар (исключая, правда, рис), также превысили уровни, которые отмечались на момент выпуска в 2009 году последнего доклада об общемировых тенденциях и перспективах в области сырьевых товаров (см. A/64/184).

Рост цен на сырьевые товары явился одним из факторов вспышки народных восстаний и продовольственных бунтов, которые произошли недавно в некоторых странах, и свою роль в этом сыграли инфляция цен на продовольственные товары (особенно на основные продукты питания) и растущая стоимость энергоносителей. В последние годы высокий уровень цен по целому ряду сырьевых товаров, а также преимущества диверсификации, обусловленные большим разнообразием инвестиционных возможностей, стали привлекать на товарно-сырьевые рынки спекулятивных инвесторов, например хеджевые фонды и товарно-индексные и биржевые индексные фонды (ETF). Растущий спрос в странах с формирующейся экономикой, проблемы государственного долга, обесценение доллара США и угроза инфляции также являются факторами, привлекающими спекулятивных инвесторов на эти рынки.

Негативное воздействие растущей неустойчивости и внезапных колебаний цен на сырьевые товары на продовольственную безопасность в мире и экономическое благосостояние производителей, промышленности и развивающихся стран, зависящих от сырьевых товаров, послужило толчком к совместным глобальным действиям (см., например, План действий Группы 20 по проблемам неустойчивости цен на продовольственные товары и проблемам сельского хозяйства). Эффективное согласование, обеспечение ресурсами и осуществление глобальных инициатив и национальной политики являются непреложным условием решения этих серьезнейших проблем, отражающихся на международной торговле сырьевыми товарами и перспективах развития зависящих от них стран. Принимаемые меры в области политики должны быть направлены на улучшение функционирования рынков и повышение устойчивости стран перед лицом потрясений.

## Содержание

	<i>Стр.</i>
I. Введение .....	4
II. Последние события на рынках сырьевых товаров: зигзаги удачи — от бума к краху, от краха к бума .....	5
III. События на рынках по основным группам сырьевых товаров .....	6
A. Сельскохозяйственные и продовольственные товары .....	7
B. Лесное хозяйство .....	13
C. Энергоносители: нефть и газ .....	14
D. Сырая нефть .....	15
E. Природный газ .....	16
F. Уголь .....	17
G. Минеральное сырье, руды и металлы .....	18
IV. Неустойчивость цен на сырьевые товары: возможные ответные меры в области политики на национальном и международном уровнях .....	20
A. Меры в области политики в ответ на неустойчивость цен на сырьевые товары .....	20
B. Схемы регулирования предложения: международные товарные соглашения .....	22
C. Программы поддержания уровня дохода .....	23
D. Рыночные механизмы регулирования рисков .....	24
E. Регулирование поступлений .....	25
F. Диверсификация и создание добавленной стоимости .....	27
V. Заключительные замечания .....	28
Приложение. Формирование цен на сырьевые товары и финансиализация торговли сырьевыми товарами .....	30

## I. Введение

1. В настоящем докладе об общемировых тенденциях и перспективах в области сырьевых товаров, подготовленном секретариатом Конференции Организации Объединенных Наций по торговле и развитию во исполнение резолюции 64/192 Генеральной Ассамблеи, содержится анализ причин чрезмерной неустойчивости цен на сырьевые товары.

2. Начиная с середины 2009 года, когда был подготовлен последний доклад (см. A/64/184), динамика цен на сырьевые товары определялась активным спросом в странах Азии с формирующейся экономикой, пополнением запасов в странах Организации экономического сотрудничества и развития (ОЭСР) и снижением опасности распространения финансовой дестабилизации в Европе. Больше всего выросли цены на такие виды сырьевых товаров, как сельскохозяйственное сырье, минеральное сырье и металлы. Напротив, цены на сельскохозяйственные товары росли умеренными темпами, за исключением некоторых видов тропических напитков (например, кофе).

3. Повышение цен и неустойчивости на рынках несельскохозяйственных сырьевых товаров и продовольственных товаров в течение последних шести месяцев может объясняться геополитическими трениями в основных странах-производителях нефти — Алжире, Венесуэле (Боливарианская Республика), Ливийской Арабской Джамахирии и Нигерии — и в других странах<sup>1</sup>. Растущий спрос на сырье для промышленного использования и развития инфраструктуры в странах с формирующейся экономикой также способствовал подъему цен на эти сырьевые товары. Кроме того, проблемы государственного долга, ослабляющий доллар США и угроза инфляции содействовали привлечению спекулятивного инвестирования в сырьевые товары, особенно в производные инструменты, связанные с торговлей нефтью и драгоценными металлами, повысив тем самым неустойчивость рыночной конъюнктуры.

4. Растущая неустойчивость цен на рынках сырьевых товаров послужила толчком к совместным глобальным действиям, направленным на поиск возможных решений. План действий по проблемам неустойчивости цен на продовольственные товары и проблемам сельского хозяйства, принятый ведущими странами с рыночной экономикой, входящими в Группу 20, под председательством Франции, призван смягчить воздействие неустойчивости цен на продовольственную безопасность. Такие инициативы на всех уровнях — национальном, региональном и международном — нуждаются в эффективном осуществлении и дальнейшем развитии для того, чтобы можно было эффективно решить сложные проблемы, отражающиеся на торговле сырьевыми товарами и перспективах развития всех развивающихся стран, зависящих от сырьевых товаров<sup>2</sup>.

5. Цель настоящего доклада — довести до сведения государств-членов, через Генеральную Ассамблею, проблемы и возможности в области торговли и

---

<sup>1</sup> Резкий скачок цены на сырую нефть, достигшей пика в 127 долл. США за баррель в апреле 2011 года, отчасти объясняется тем, что в результате гражданских волнений в Ливийской Арабской Джамахирии рынок недополучил 39 млн. баррелей высококачественной легкой нефти сорта Light Sweet.

<sup>2</sup> Развивающимися странами, зависящими от сырьевых товаров, называются страны, в совокупном товарном экспорте которых сырьевые товары составляют более 60 процентов.

развития, связанные с нынешним высоким и неустойчивым уровнем цен на продовольственные товары и энергоносители. Значительные объемы неожиданно возросших поступлений, обусловленные растущими ценами на сельскохозяйственную продукцию и природные ресурсы (например, на нефть и газ, минеральное сырье и промышленные и драгоценные металлы), должны разумным образом использоваться для того, чтобы они могли оказать долгосрочное воздействие на процесс развития. Аналогичным образом, необходимо снизить риски политической дестабилизации и потери продовольственной безопасности, порождаемые высоким уровнем цен на продовольственные товары. В разделе II вкратце описываются последние события на рынках сырьевых товаров; в разделе III рассматриваются цены и рынки по основным группам сырьевых товаров: сельскохозяйственные и продовольственные товары, нефть и газ (энергоносители) и минеральное сырье и металлы; и в разделе IV намечаются возможные меры в области политики на национальном и международном уровнях, направленные на преодоление неустойчивости цен на сырьевые товары. Заключительные замечания содержатся в разделе V. В приложении к настоящему докладу обсуждается вопрос о формировании цен на сырьевые товары и финансиализации торговли сырьевыми товарами.

## **II. Последние события на рынках сырьевых товаров: зигзаги удачи — от бума к краху, от краха к буму**

6. Общеизвестно, что за все время с конца 1950-х годов наблюдалось два периода особого стремительного роста цен на сырьевые товары: первый — в период с 1973 по 1980 год, и второй — начиная с 2002 года. Рост цен на сырьевые товары в период с 2002 по 2008 год, и особенно в период с 2006 по 2008 год, был особенно заметным в случае металлов, сырой нефти и продовольственных товаров. Глобальный финансовый кризис 2008–2009 годов привел к обвалу цен начиная с середины 2008 года по широкому кругу сырьевых товаров вследствие замедления роста мировой экономики и ослабления потребительского спроса в большинстве крупнейших экономических держав.

7. Однако после кризиса 2008–2009 годов наблюдался активный подъем по всем подгруппам сырьевых товаров; в случае металлов, сельскохозяйственного сырья и напитков цены даже превысили максимальный уровень 2008 года (см. диаграмму I). Цены на энергоносители (особенно сырую нефть) возросли более чем вдвое, хотя и остаются ниже своих предыдущих пиков. Цены на минеральное сырье и промышленные и драгоценные металлы выросли на 120 процентов по сравнению со своими минимальными уровнями, которые отмечались в период с середины 2008 по 2009 год. Цены на основные сельскохозяйственные и продовольственные (агропродовольственные) товары, напитки и сельскохозяйственное сырье превысили свои предыдущие рекордные уровни середины 2008 года (см. диаграмму II). До середины 2008 года, на протяжении пяти лет происходил стремительный рост цен на сырьевые товары, самый долгий и масштабный подъем цен за период после второй мировой войны, сменивший почти 30-летний период, когда наблюдались в целом низкие, но колеблющиеся в умеренных пределах цены.

Диаграмма I  
**Расчитываемый ЮНКТАД индекс цен на сырьевые товары, исключая нефть**

(Январь 1960 года — май 2011 года; 2000 год = 100)



Источник: Статистическая платформа UNCTADstat.

### III. События на рынках по основным группам сырьевых товаров

8. В настоящем разделе дается общий обзор состояния рынков и цен по основным группам сырьевых товаров: сельскохозяйственные и продовольственные товары, энергоносители, сельскохозяйственное сырье, минеральное сырье и металлы. Скачки цен на агропродовольственные и неагропродовольственные товары, которые наблюдались в последнее время, в большинстве случаев можно объяснить действием основополагающих рыночных сил: растущим спросом на сырьевые товары в странах с формирующейся экономикой (особенно в Китае и Индии); неблагоприятными погодными условиями вследствие повышенной изменчивости климата (более частым нашествием наводнений и засух); низкими урожаями и снижением темпов роста производительности в некоторых регионах; низким уровнем товарных или резервных запасов; и растущим дефицитом пахотных сельскохозяйственных земель и водных ресурсов. Затем, недостаток капиталовложений в разведку полезных ископаемых и в освоение новых технологий в 1990-е годы привел к дефициту предложения в этом секторе. Кроме того, обесценение доллара США и проводимая государственная политика (предоставление субсидий, введение экспортных ограничений и установление обязательных норм перехода на биотопливо) также отразились на

уровне цен на сырьевые товары. Установление обязательных норм перехода на биотопливо, возможно, привело к переключению основных продуктов (например, кукурузы, пальмового масла и сахарного тростника) и сельскохозяйственных земель с производства продовольствия на производство топлива.

9. Недавние геополитические трения в странах-производителях нефти на Ближнем Востоке и в Северной Африке еще больше подстегнули резкую повышательную динамику цен на сырую нефть (и бензин) в первом квартале 2011 года. Наконец, рост спекулятивного инвестирования в драгоценные металлы и минеральное сырье (как метод подстраховки в период низких темпов экономического роста в странах ОЭСР) также подталкивал вверх цены на эти сырьевые товары начиная с июня 2010 года.

## **А. Сельскохозяйственные и продовольственные товары**

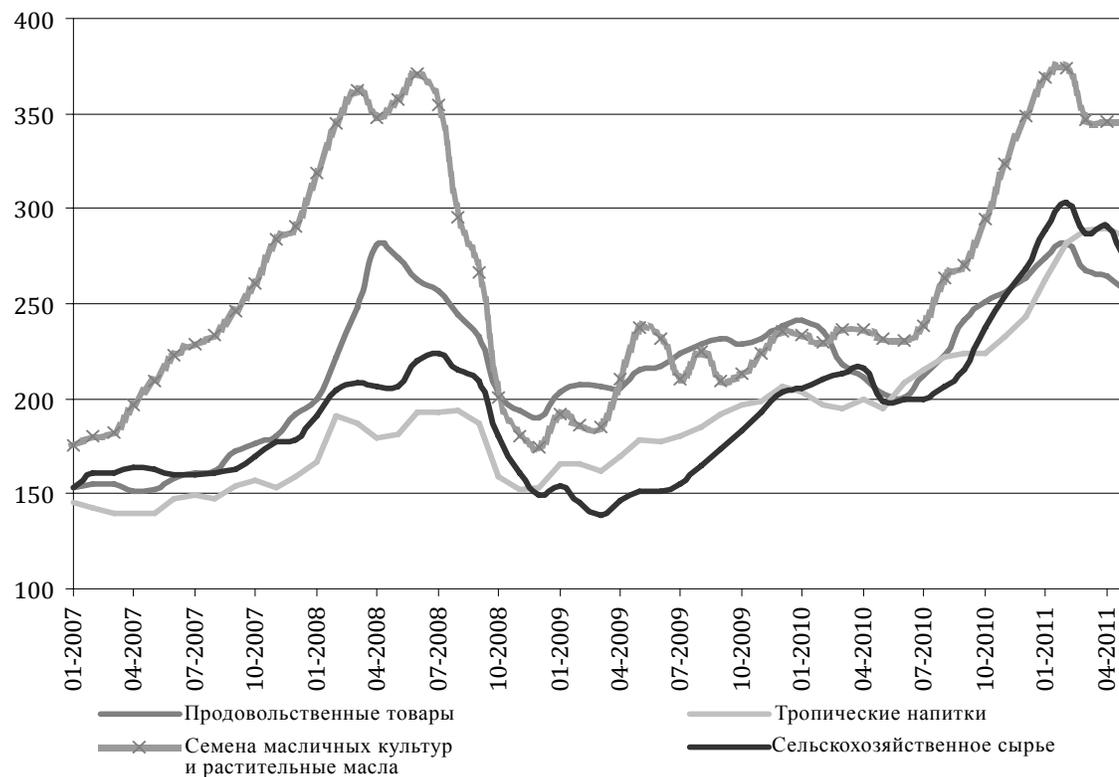
10. Индекс цен на сельскохозяйственные товары, рассчитываемый Конференцией Организации Объединенных Наций, достиг пика в феврале 2011 года. Из диаграммы II видно, что цены на сельскохозяйственные товары росли неравномерно. Индекс цен на сельскохозяйственное сырье резко повысился вследствие дефицита предложения, вызванного неблагоприятными погодными условиями и большим спросом в странах Азии с формирующейся экономикой. Рассчитываемый ЮНКТАД индекс цен на продовольственные товары снизился в первой половине 2010 года перед последовавшим затем резким повышением и достиг пика в феврале 2011 года (диаграмма III), составив в среднем 269 пунктов в период с января по май 2011 года, что на 21 процент больше среднего показателя за аналогичный период 2010 года. Темпы общей инфляции (с учетом энергоносителей и продовольственных товаров) в развивающихся странах выросли с 6 процентов в 2010 года до 6,9 процента в апреле 2011 года, тогда как темпы глобальной инфляции цен на продовольственные товары в развивающихся странах превысили 9 процентов в феврале 2011 года<sup>3</sup>. Можно сказать, что проблема высокого и неустойчивого уровня цен на продовольственные товары ложится непропорционально большим грузом на развивающиеся страны с низким уровнем дохода.

---

<sup>3</sup> World Bank, "Global Economic Prospects: June 2011" (Washington, D.C., 2011), inflation annex (p. 67).

Диаграмма II  
**Индексы цен по группам сельскохозяйственных товаров,  
 январь 2007 года — май 2011 года**

(2000 год = 100)

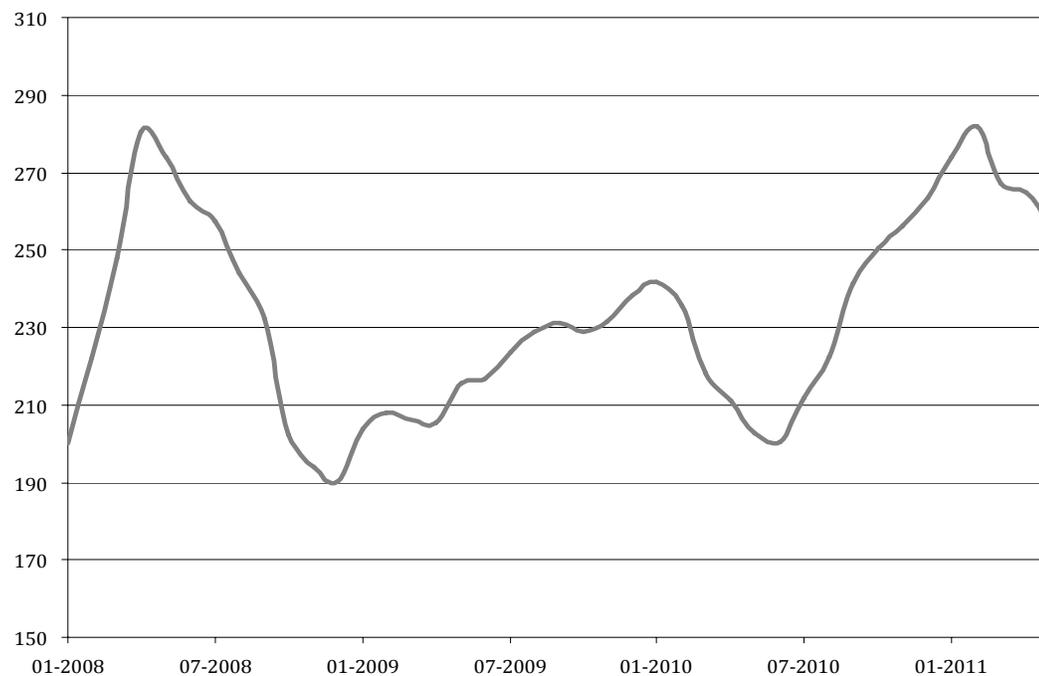


Источник: Статистическая платформа UNCTADstat.

11. Повышение индекса цен на продовольственные товары объяснялось в основном ростом цен на зерновые культуры, растительные масла и мясомолочные продукты (см. диаграмму IV). Это не оказало критического воздействия на большинство стран Африки благодаря хорошим урожаям кукурузы и просо, за исключением в первую очередь стран Африканского Рога, где отсутствие продовольственной безопасности усугубилось засухой. В Азии особенно высокими остаются цены на пищевые масла и некоторые зерновые культуры (например, пшеницу).

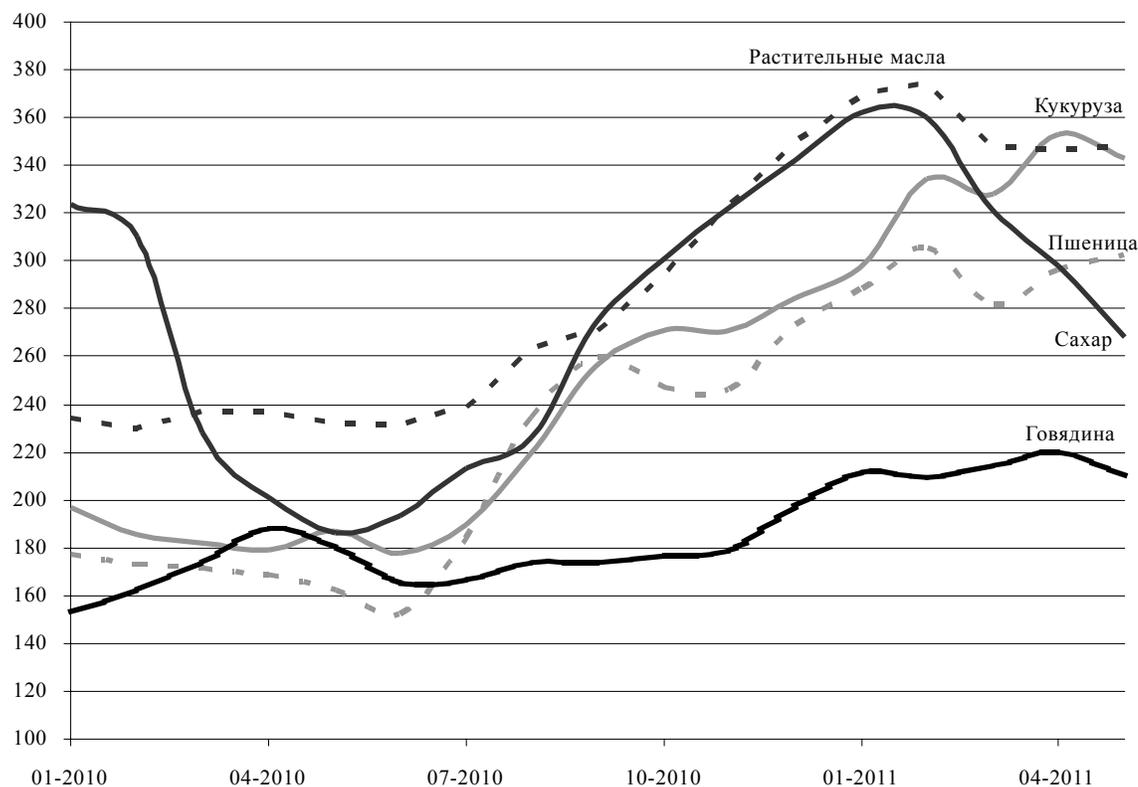
Диаграмма III  
Рассчитываемый ЮНКТАД индекс цен на продовольственные товары,  
2008–2011 годы

(2000 год = 100)



Источник: Статистическая платформа UNCTADstat.

Диаграмма IV  
**Индексы цен по выборочным продовольственным товарам, 2010–2011 годы**  
 (2000 год = 100)



Источник: Статистическая платформа UNCTADstat.

12. Цена на пшеницу, используемая в качестве контрольного показателя, возросла до 360 долл. США за тонну в мае 2011 года, что чуть ниже уровня 364 долл. США за тонну, достигнутого в феврале 2011 года. Прогнозы урожая пшеницы на 2011/12 год неопределенны ввиду неблагоприятных погодных условий в Соединенных Штатах Америки и Европейском союзе (ЕС).

13. Цены на рис, кукурузу и сахар имели в целом тенденцию к понижению в первой половине 2010 года и затем неуклонно повышались до февраля 2011 года (диаграмма IV). Цены на рис поднялись в третьем квартале 2010 года из-за неблагоприятных погодных условий в крупных странах-производителях Азии, однако их рост вряд ли продолжится в 2011 году из-за наличия большого количества риса для экспорта (диаграмма V). Кукуруза в 2011/12 году продается по ценам, превышающим ценовые пики 2008 года (диаграмма V). Цены на кукурузу выросли на 98 процентов со 160 долл. США за тонну в июне 2010 года до 318 долл. США за тонну в апреле 2011 года, а затем снизились до 309 долл. США за тонну в мае 2011 года. Кроме того, растущее потребление

продукции животноводства, особенно в Китае<sup>4</sup>, содействовало стимулированию спроса на кукурузу как необходимого корма для животных в 2010/11 году. В январе 2011 года цены на сахар выросли на 95 процентов, поднявшись с 15,2 цента США за фунт в мае 2010 года до пикового уровня 29,6 центов США за фунт вследствие растущего спроса в Индии и Индонезии и Китае и перенаправления все больших количеств сахарного тростника на производство этанола. Цены на сахар упали до 21,95 цента США за фунт в мае 2011 года под влиянием сообщений о перепроизводстве сахарного тростника (около 10,3 млн. метрических тонн сахара-сырца) как реакция производителей на растущие цены. Повышение цены на сахар с 2010 года поддерживалось более высоким прогнозируемым уровнем мирового спроса на сахар-рафинад в свете ожидавшихся дефицитов на рынке.

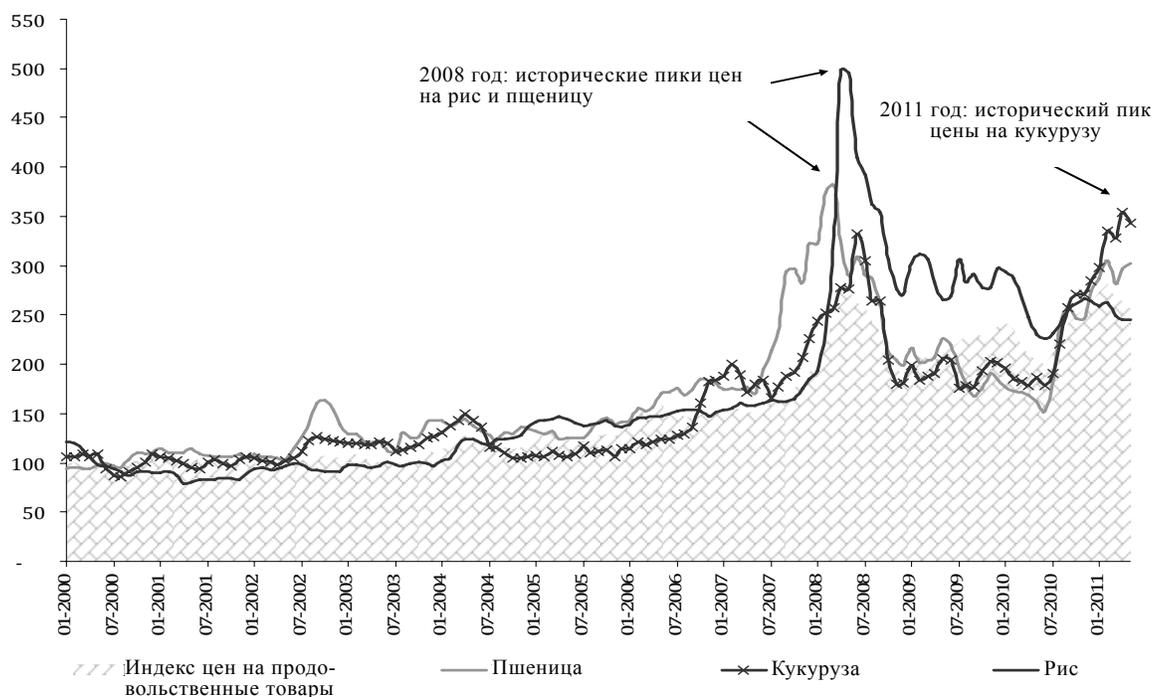
14. Индексы цен на пищевые масла достигли пикового уровня 374 в феврале 2011 года, а затем снизились (на 7,2 процента) до 347 в мае 2011 года. Колебания цен на рынках пищевых масел в значительной мере зависят от прогнозируемого соотношения спроса и предложения в основных странах, производящих и экспортирующих семена масличных культур. Поскольку Китай является крупнейшим в мире потребителем растительных масел, «влияние Китая» на мировые поставки и рынки семян масличных культур (в первую очередь соевых бобов) является важнейшим фактором, определяющим рыночные перспективы. Среди вопросов, вызывающих наибольшую полемику и охватывающих как рынки масел, так и рынки семян масличных культур, можно выделить два — биотопливо и устойчивое производство пальмового масла. Эти вопросы имеют серьезные последствия для международной торговли, экономического роста, инвестирования, продовольственной безопасности и природопользования. Недавний скачок цен на семена масличных культур вызван в основном постепенным сужением объема мировых поставок в сочетании с поступательным ростом спроса в основных странах-импортерах (см. диаграмму II).

15. Индекс цен на тропические напитки неуклонно повышался начиная с декабря 2001 года: с 75 до пикового уровня 285 в мае 2011 года (диаграмма II). Составная индикаторная цена, публикуемая Международной организацией по кофе, снизилась на 5,4 процента: со среднемесячного показателя 228 цента США за фунт в мае до среднемесячного показателя 215,6 цента США за фунт в июне.

---

<sup>4</sup> Китай, второй крупнейший после Соединенных Штатов потребитель кукурузы в мире, будет использовать, по оценкам, в 47 раз больше кукурузы, чем 10 лет назад.

Диаграмма V  
**Динамика индексов мировых цен на зерновые культуры, 2000–2011 годы**  
 (2000 год = 100)



Источник: Статистическая платформа UNCTADstat.

16. Цены на какао достигли пика 1,60 долл. США за фунт в январе 2010 года, что в основном объяснялось дефицитом предложения<sup>5</sup>. Однако, упав в августе 2010 года до самой низкой за три месяца отметки 1,39 долл. США за фунт, цены постепенно выправились до 1,58 долл. США за фунт к февралю 2011 года с последующим понижением. Благодаря хорошим погодным условиям в большинстве африканских стран-производителей в текущем сельскохозяйственном году были собраны большие урожаи. Например, новые поступления какао в Кот-д'Ивуаре на июнь 2011 года составили 1,286 млн. тонн, что на 22 процента больше, чем за тот же период предыдущего сезона<sup>6</sup>.

17. Упав до 139 в марте 2009 года, индекс цен на сельскохозяйственное сырье неуклонно повышался, достигнув уровня 303 в феврале 2011 года. Цены на натуральный каучук оставались высокими в 2010/11 году ввиду активного спроса на автомобильные шины в странах с формирующейся рыночной экономикой и высокой стоимости энергоносителей (сырая нефть), отражающейся на ценах на искусственный каучук, и перебоев с поставками вследствие плохих погодных условий в таких ведущих странах-производителях, как Таиланд, крупнейший в мире производитель, а также Китай, Вьетнам и Камбоджа. Этот ценовой пик

<sup>5</sup> International Cocoa Organization (ICCO), "Cocoa market review: May 2010" (London, 2010). Имеется по адресу: <http://www.icco.org>.

<sup>6</sup> ICCO, "Cocoa market review: June 2011" (London, 2011). Имеется по адресу: <http://www.icco.org>.

подкреплялся также динамикой цены на хлопок, которая достигла в марте 2011 года наивысшей за всю историю отметки 2,3 долл. США за фунт, что на 270 процентов выше среднего уровня 2009 года. Мировой сбор хлопка сократился в 2009/10 году в контексте прогнозируемого роста спроса на волокно со стороны Индии и Китая.

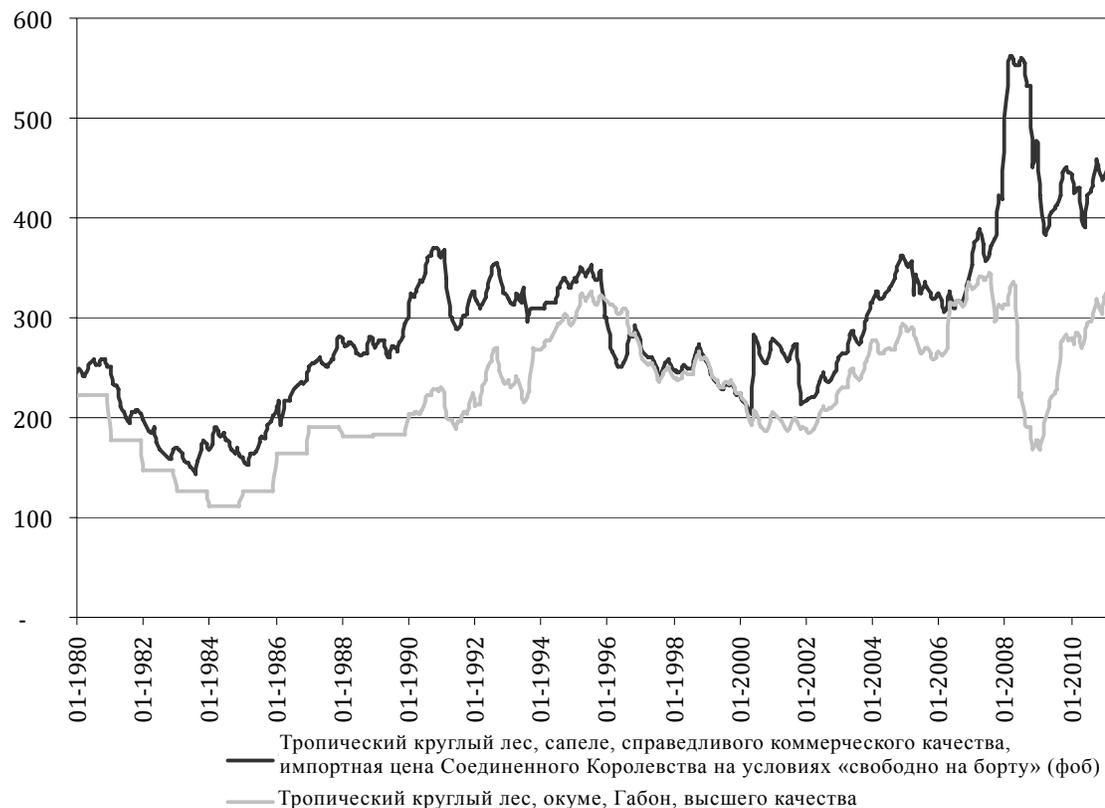
## В. Лесное хозяйство

18. Цены на древесину нехвойных пород выросли в среднем на 2,1 процента за период с января по июль 2010 года, достигнув пикового уровня 142,1 долл. США, но последовательно снизились до 133,9 долл. США к маю 2011 года (диаграмма VI). Напротив, цены на круглый лес тропических пород (сапеле и окуме) выросли на 10 процентов (сапеле) и 23 процента (окуме) за первые пять месяцев 2011 года по сравнению с аналогичным периодом 2010 года, что может объясняться возросшим спросом на древесину для строительства временного жилья в Японии после произошедшего в марте землетрясения. Повышению цен мог способствовать также более активный спрос, вызванный некоторым оживлением мировой экономики и его воздействием на строительный сектор в развивающихся странах Азии и, в меньшей степени, в развитых странах.

Диаграмма VI

### Цены на круглый лес тропических пород, 1980–2011 годы

(В долл. США за кубометр)



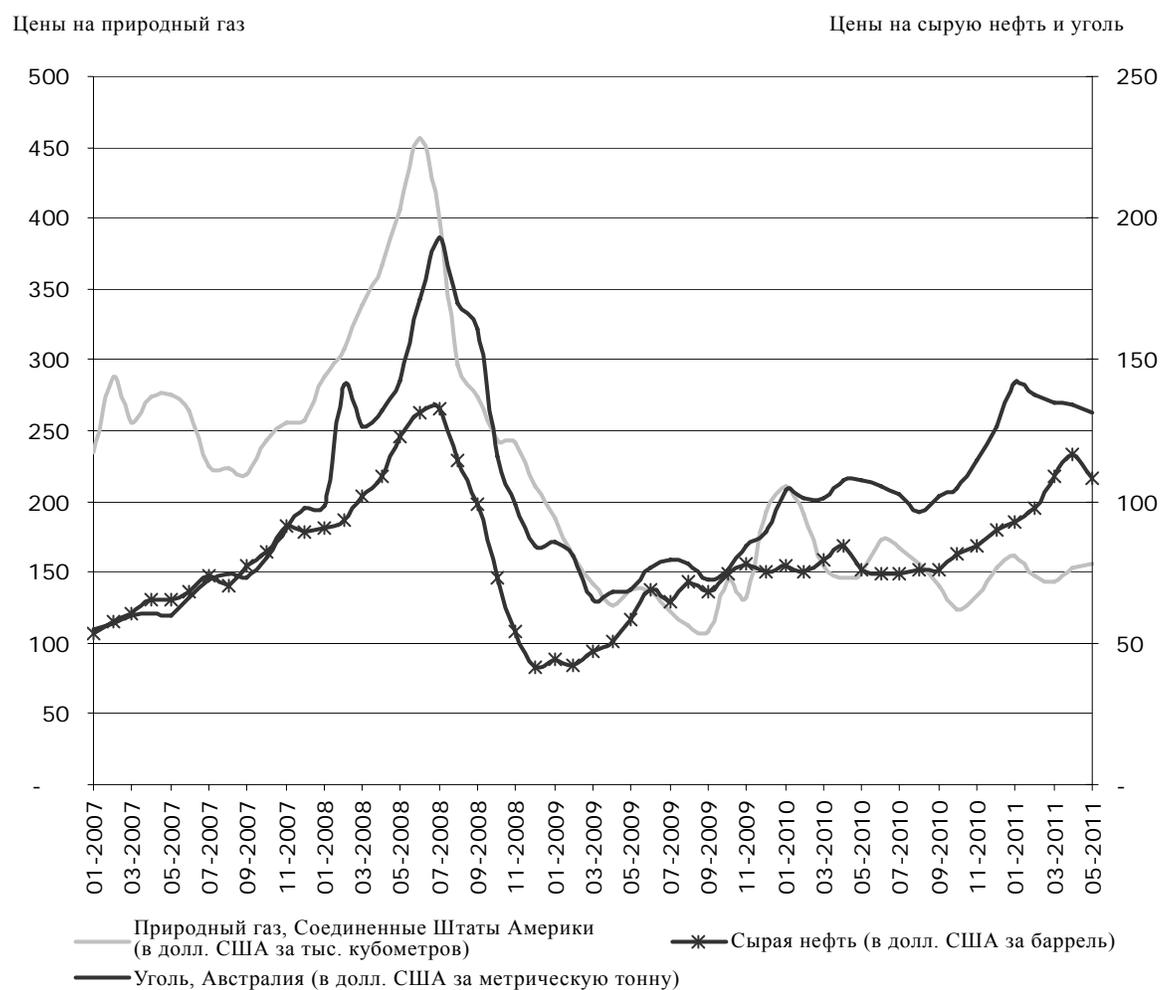
Источник: Статистическая платформа UNCTADstat.

## С. Энергоносители: нефть и газ

19. В мировом потреблении первичной энергии преобладают нефть, природный газ и уголь. Потребление на Ближнем Востоке почти исключительно составляют нефть и природный газ, а основными источниками энергии в регионе Азии и Тихого океана являются уголь и нефть. Под действием демографических изменений и растущих уровней дохода первенство в темпах роста потребления энергоносителей принадлежит Азии. Тем не менее уровень потребления первичной энергии на душу населения в Азии относительно низок в сравнении с развитыми странами. На диаграмме VII в обобщенном виде показаны основные тенденции развития рынков нефти, природного газа и угля.

Диаграмма VII

**Среднемесячные цены на сырую нефть, природный газ и уголь, январь 2007 года — май 2011 года**



Источники: Статистическая платформа UNCTADstat (данные о ценах на сырую нефть); International Monetary Fund (IMF), International Financial Statistics (данные о ценах на природный газ и уголь).

## D. Сырая нефть

20. Средние цены на нефть достигли 79 долл. США за баррель в 2010 году. В апреле 2011 года среднемесячная цена сырой нефти подскочила до 116,30 долл. США за баррель<sup>7</sup>, что почти втрое выше ее уровня декабря 2008 года, хотя и ниже пикового уровня 132,50 долл. США за баррель, отмеченного во время предыдущего цикла в июле 2008 года. В условиях продолжающегося ослабления доллара США, растущего спроса, нестабильного положения в регионе Ближнего Востока и Северной Африки, несоответствия между действием основополагающих рыночных сил и квотами на добычу, установленными Организацией стран-экспортеров нефти (ОПЕК), и сокращения резервов рынок нефти находится в состоянии неопределенности, что затрудняет прогнозирование динамики цен на нефть в краткосрочной и среднесрочной перспективе.

21. В период с января по ноябрь 2010 года среднемесячные цены колебались в пределах от 74 долл. США до 85 долл. США (диаграмма VII), т.е. выше среднего уровня цен 2009 года 61,79 долл. США за баррель. Повышение цен в 2010 году подкреплялось действием основополагающих рыночных сил. Оживление в сфере промышленного производства и торговли привело к заметному повышению спроса на нефть. В 2010 году рост уровня мирового спроса на нефть составил в среднем 2,8 млн. баррелей в день<sup>8</sup>, что более чем вдвое выше средних темпов роста спроса в 2000-е годы. Однако предложение росло более низкими темпами. Страны-производители нефти, не входящие в ОПЕК, смогли увеличить предложение всего на 1,1 млн. баррелей в день в 2010 году, а рост производства в странах ОПЕК был ограниченным, составив 0,7 млн. баррелей в день (включая природные газоконденсаты).

22. В период с декабря 2010 года по июнь 2011 года на рынке нефти отмечалась повышенная неустойчивость. В декабре 2010 года средняя цена на сырую нефть утратила свою относительную стабильность и превысила 90 долл. США за баррель. Цены на нефть сохраняли эту повышательную динамику, достигнув пика 116,30 долл. США за баррель в апреле 2011 года. Этот скачок цен объясняется в основном сужающимся предложением и неуклонно растущим спросом. Следствием политических беспорядков в регионе Ближнего Востока и Северной Африки стала недопоставка Ливийской Арабской Джамахирией легкой сырой нефти сорта Light Sweet в количестве 1,3 млн. баррелей в день и возросшие опасения относительно дальнейших срывов в поставке энергоносителей. Несмотря на высокие цены, наблюдался устойчивый рост спроса со стороны развивающихся стран, в частности стран Азии с формирующейся экономикой. Повышению цен на нефть способствовали и другие факторы, например слабость доллара США, деятельность финансовых инвесторов на рынках фьючерсов на сырьевые товары и ожидающийся экономический рост.

23. В июне 2011 года после того, как ОПЕК не смогла достичь договоренности об увеличении добычи нефти, государства — члены Международного энергетического агентства (МЭА) согласились поставлять на рынок 2 млн. баррелей нефти в день из своих чрезвычайных запасов в течение первоначального 30-дневного периода, с тем чтобы: а) компенсировать срывы в поставках в Ли-

<sup>7</sup> Статистическая платформа UNCTADstat: средний уровень суточных цен на нефть сортов United Kingdom Brent, Dubai и West Texas Intermediate, взятых с равными весами.

<sup>8</sup> International Energy Agency, "Oil market report" (Paris, 16 June 2011).

вийской Арабской Джамахирии и сезонное повышение спроса, пока на мировые рынки не поступит запланированное количество дополнительной нефти из основных стран-производителей, и b) стимулировать оживление экономики. Рынки быстро отреагировали на это: фьючерсные цены сырой нефти сортов Brent и West Texas Intermediate (WTI)/NYMEX снизились соответственно на 6,1 процента и 4,6 процента.

24. Чрезмерная неустойчивость рынка нефти может в потенциале привести к ограничению спроса и снижению темпов оживления мировой экономики. Более высокие цены на нефть могут привести также к существенному перераспределению богатства между странами. В странах-чистых экспортерах нефти высокий уровень цен может способствовать улучшению состояния баланса текущих операций, генерируя бюджетные поступления и стимулируя государственные расходы. Однако в развивающихся странах-чистых импортерах нефти следствием растущих цен на нефть и продовольственные товары являются высокие темпы инфляции и возросшая тяжесть бюджетно-финансового бремени.

## **Е. Природный газ**

25. Мировое потребление природного газа сократилось на 1,1 процента в 2009 году под действием кризиса<sup>9</sup>. В 2010 году спрос на газ опять повысился вследствие оживления экономики и необычайно холодной погоды в северном полушарии. В Соединенных Штатах, крупнейшем в мире производителе газа, цена природного газа достигла пикового уровня 456,57 долл. США за тысячу кубометров в июне 2008 года (диаграмма VII). В 2010 году, несмотря на ее оживление, цена природного газа составила в среднем 158 долл. США, что гораздо ниже ее уровней 2007 и 2008 годов. В течение первых пяти месяцев 2011 года цена на газ колебалась в пределах от 143 долл. США до 162 долл. США.

26. Роль природного газа в любом будущем энергобалансе будет определяться действием основополагающих рыночных сил. Что касается предложения, то начиная с 2000 года идет освоение таких «нетрадиционных» источников природного газа, как сланцевый газ, газ в плотных породах и метан угольных пластов (МУП). Так называемая «сланцевая газовая революция» привела к резкому увеличению предложения природного газа на рынке Соединенных Штатов, удержанию цен на газ на низком уровне и изменению структур торговли сжиженным природным газом (СПГ). По данным МЭА, на долю газа из нетрадиционных источников приходится сейчас 60 процентов поступающего на рынок газа, добываемого в Соединенных Штатах. Рост добычи природного газа из нетрадиционных источников в Соединенных Штатах и других странах, например в Австралии (где добывается МУП), будет иметь далекоидущие последствия для других регионов мира, в частности для стран с формирующейся экономикой, которые ведут поиск диверсифицированных энергоисточников для удовлетворения своих энергетических потребностей и поддержания экономического роста.

---

<sup>9</sup> U.S. Energy Information Administration, "International Energy Outlook 2010" (Washington, D.C., U.S. Department of Energy, July 2010).

27. Спрос будет в основном определяться ростом мировой экономики и конкурентоспособностью природного газа в сравнении с другими энергоисточниками с точки зрения цены и воздействия на экологию и безопасность. На уровень спроса будут влиять и другие факторы, например близость к источнику поставок, научно-технический прогресс и государственная политика.

28. Природный газ является одним из самых чистых видов ископаемого топлива, хотя по выбросам углерода он по-прежнему отстает от возобновляемой и ядерной энергии. Тем не менее, его удельный вес в мировом энергобалансе повышается. Например, в двенадцатом пятилетнем плане Китая (2011–2015 годы) поставлена задача повысить удельный вес природного газа в первичном энергобалансе страны с 3,8 процента в 2008 году до 8,3 процента<sup>10</sup>. Авария, произошедшая в 2011 году на Фукусимской атомной электростанции в Японии, заставила некоторые страны пересмотреть свою ядерную энергетическую политику и переключиться на возобновляемую энергию и природный газ для удовлетворения будущих энергетических потребностей. Например, Германия приняла решение закрыть к 2022 году 17 атомных электростанций и заменить их возобновляемыми источниками энергии и электростанциями, работающими на газе<sup>11</sup>. Проведение в жизнь таких видов политики существенно отразится на уровне мирового спроса на природный газ в будущем.

## **Е. Уголь**

29. В 2008 году на уголь приходилось 27 процентов мирового предложения первичной энергии<sup>12</sup>, и он остается основным видом топлива, используемым для производства электроэнергии, хотя и испытывает растущую конкуренцию со стороны природного газа и возобновляемых источников энергии. Например, в ЕС использование угля сокращается начиная с 1990 года.

30. Азиатско-Тихоокеанский регион стал мировым центром угольного производства, потребления и торговли. За период с 2009 по 2010 год объем мирового производства и потребления угля вырос соответственно на 6,3 процента и 7,6 процента<sup>13</sup>. Китай и Индия входят в первую тройку производителей и потребителей угля в мире<sup>14</sup>. Австралия является основным экспортером угля в мире, а Япония остается крупнейшим в мире импортером угля.

31. В период сырьевого бума 2002–2008 годов среднемесячные цены на австралийский энергетический уголь достигли пикового уровня в июле 2008 года (193 долл. США за метрическую тонну) с последующим понижением до 65 долл. США за метрическую тонну в марте 2009 года вследствие мирового экономического спада (диаграмма VII). Под действием активного спроса со стороны Китая цена на уголь повышалась с апреля 2009 года. Несмотря на краткосрочные колебания, цена сохраняла свою повышательную динамику и достигла циклического пика в январе 2011 года. В 2010 году и в первом квартале 2011 года средние цены на уголь составляли соответственно 106 долл. США и 135 долл. США.

<sup>10</sup> International Energy Agency, *World Energy Outlook 2011* (Paris, 2011).

<sup>11</sup> “German energy plan seen as viable”, *Financial Times*, 21 June 2011.

<sup>12</sup> International Energy Agency, “Key world energy statistics 2010” (Paris, 2010).

<sup>13</sup> “BP statistical review of world energy 2010: June 2011” (London, 2011). Оценки основаны на данных, выраженных в миллионах тонн нефтяного эквивалента.

<sup>14</sup> Ibid.

32. В условиях наращивания усилий по борьбе с изменением климата во всем мире среднесрочные перспективы развития мирового рынка угля скорее всего будут зависеть от соглашений и политики в области сокращения выбросов углерода и от развития технологий улавливания и поглощения углекислого газа (CO<sub>2</sub>).

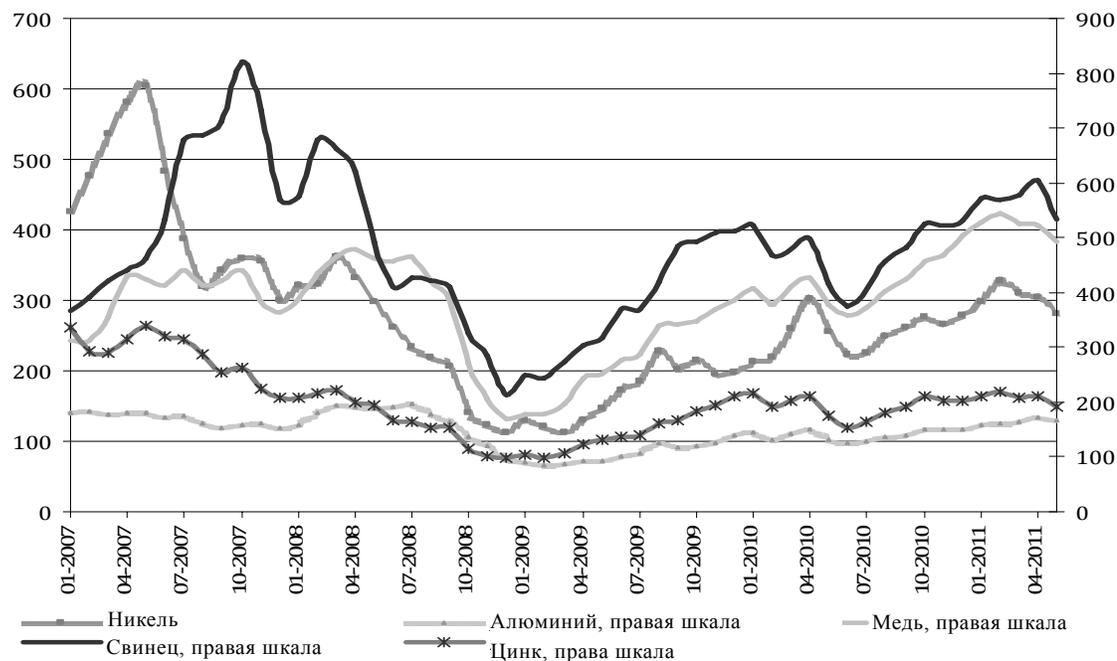
## Г. Минеральное сырье, руды и металлы

33. Индексы цен на минеральное сырье, руды и металлы резко возросли в 2010–2011 годах, причем тон в повышении цен, обусловленном более высокими, чем ожидалось, темпами оживления в странах с формирующейся экономикой, задавали медь, свинец и цинк. Так, в 2009 году спрос Китая на основные металлы вырос приблизительно на 24 процента, а потребление в остальном мире сократилось на 13,5 процента. Повышательная тенденция цен на металлы сохранялась в 2010–2011 годах (диаграмма VIII) под действием сужающегося предложения в сочетании с активным спросом со стороны азиатских стран и Бразилии. В течение следующих нескольких лет нехватка капиталовложений в разработку новых рудных месторождений наряду с выполнением и без того трудной задачи модернизации горнодобывающих мощностей неизбежно приведет к дальнейшему сокращению предложения. Поэтому при сохранении прежних темпов роста спроса, которые отмечались в последние годы, цены на металлы могут еще больше возрасти в среднесрочной перспективе.

Диаграмма VIII

**Индексы цен на цветные металлы, январь 2007 года — май 2011 года**

(2000 год = 100)



Источник: Статистическая платформа UNCTADstat.

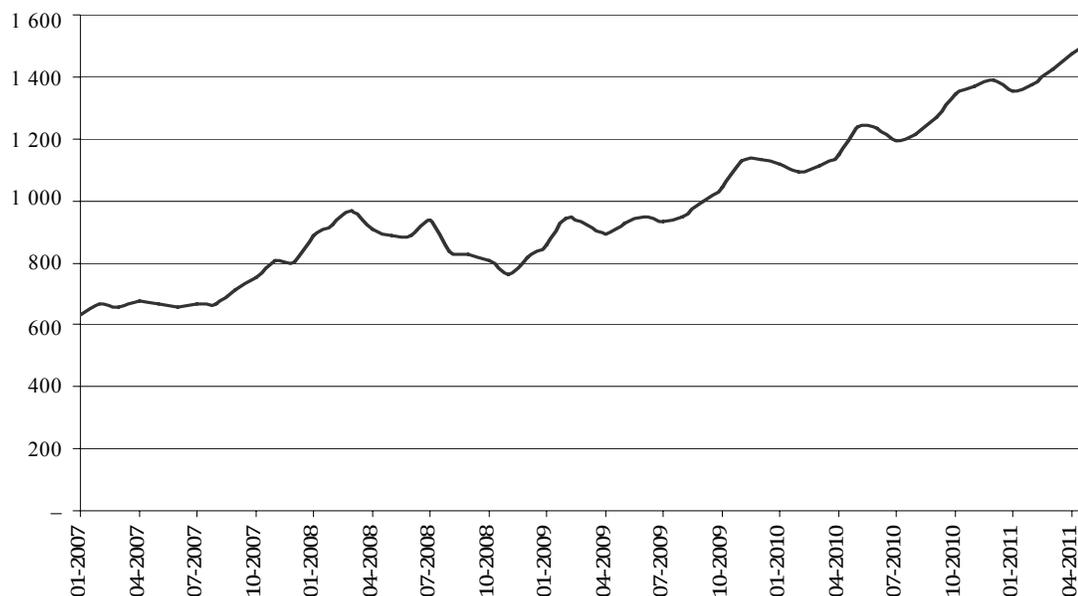
34. В период с 2003 по 2008 год спрос азиатских стран на минеральное сырье, руды и металлы был причиной роста цен до рекордно высоких уровней; однако с наступлением финансового кризиса спрос на большинство этих сырьевых товаров стал ослабевать, что привело затем к резкому падению цен. Следствием сокращения спроса стали также повышение уровней мировых запасов и снижение цен.

35. Начиная с 2009 года цены на медь имели повышательную тенденцию. В 2009 году цены возросли более чем вдвое под действием сохраняющегося уровня спроса со стороны Китая. Цены продолжали расти в 2010 году вследствие сузившегося предложения из-за недостаточных капиталовложений в горно-рудное производство. По данным Международной исследовательской группы по меди, ожидаемый дефицит годового производства рафинированной меди (оцененный приблизительно в 250 000 тонн в 2010 году) возрастет до 377 000 тонн в 2011 году. Что касается повышательной динамики спроса, то ожидается стремительное повышение уровней потребления, которое могло бы оказать сильнейшее воздействие на цены в случае, если потенциальный уровень предложения окажется недостаточным для удовлетворения этого спроса. Неопределенное состояние рынка, обусловленное такими факторами, как политические волнения в регионе Ближнего Востока и Северной Африки, изменения в торговой и валютно-финансовой политике и последствия землетрясения в Тохоку, Япония, могло бы отразиться на дефицитах производства и повлиять на цены.

36. Цены на свинец, цинк, никель и олово упали в 2008 году в результате ослабления спроса, вызванного спадом в мировой экономике, но оживились в 2009 году и имели повышательную динамику в 2010 году вследствие быстрых темпов роста объема производства рафинированной продукции в Китае. Рост потребления свинца явился отражением как цикла пополнения запасов, так и расширения его использования в автомобильном секторе. Потребление цинка увеличилось на 16,3 процента в 2010 году, но росло сравнительно медленными темпами в 2011 году. Цены на олово выросли под влиянием активного спроса в Азии: на Китай, Китайскую провинцию Тайвань, Республику Корея и Японию приходится приблизительно 85 процентов потребления в этом регионе.

37. Золото — традиционное прибежище инвесторов в беспокойные времена. В период после окончания финансового кризиса спрос на золото продолжал умеренно расти на фоне падения фондовых рынков. Однако в 2009 году цены на золото выросли на 32 процента вследствие экономического спада в Европе и Соединенных Штатах и активного спроса со стороны Азии, особенно в Китае и Индии; цены выросли еще на 24 процента в 2010 году, достигнув к концу года рекордно высокого уровня 1390 долл. США за унцию (диаграмма IX). Росту цен способствовал целый ряд факторов, в том числе падение доллара, сокращение процентных ставок и растущая инфляция. В июне 2011 года цены на золото достигли нового рекордного уровня 1528 долл. США за унцию, поскольку инвесторы прибегли к золоту при первых признаках оживления как в Соединенных Штатах, так и в Европе, и в частности в условиях сохраняющихся проблем государственного долга на периферии еврозоны. Инвесторы также вкладывают средства в биржевые индексные фонды (ETF), которые дают возможность выхода на рынок золота без необходимости покупки физического товара. Неопределенность в вопросах урегулирования кризиса государственного долга в Европе также сыграла определенную роль в том, что цена золота достигла нового рекордного уровня.

Диаграмма IX  
**Цены на золото, январь 2007 года — май 2011 года**  
*(В долл. США за тройскую унцию)*



Источник: Статистическая платформа UNCTADstat.

#### **IV. Неустойчивость цен на сырьевые товары: возможные ответные меры в области политики на национальном и международном уровнях**

##### **A. Меры в области политики в ответ на неустойчивость цен на сырьевые товары**

38. В настоящем разделе рассматриваются широкие диапазоны колебаний, которые наблюдались в последнее время на рынках сырьевых товаров, воздействие неустойчивости цен на развивающиеся страны и возможные ответные меры в области политики на национальном и международном уровнях.

39. В течение последнего десятилетия динамика цен на сырьевые товары отличалась сильной неустойчивостью. Ценовой бум, который наблюдался в период с 2002 по 2008 год, был самым внушительным на протяжении нескольких десятилетий — с точки зрения масштабности, продолжительности и широты охвата. Кроме того, падение цен, начавшееся с наступлением недавнего глобального кризиса в середине 2008 года, выделяется не только своей остротой, но и количеством охваченных сырьевых товаров. Начиная с середины 2009 года, и особенно с лета 2010 года, мировые цены на сырьевые товары снова стали быстро расти (за исключением некоторых временных сбоев, отмечавшихся во втором квартале 2011 года).

40. Неустойчивость рынков сырьевых товаров объясняется многими факторами, в том числе так называемой «финансиализацией» сырьевых товаров как класса активов. Высокий уровень цен по целому ряду сырьевых товаров и потенциальные преимущества диверсификации, обусловленные большим разнообразием инвестиционных возможностей, стали привлекать на товарно-сырьевые рынки спекулятивных инвесторов (например хеджевые фонды и товарно-индексные и биржевые индексные фонды). За период с 2003 по 2008 год объем спекулятивных вложений в товарные индексы увеличился, по оценкам, с 15 млрд. долл. США до примерно 200 млрд. долл. США. Вопросы формирования цен на сырьевые товары и финансиализации торговли сырьевыми товарами более подробно обсуждаются в приложении.

41. Сопоставления за длительные периоды времени показывают, что колебания цен, которые отмечались в последнее время, являются беспрецедентными не для всех видов сырьевых товаров<sup>15</sup>. Например, цены на нефть в 2008 году, несмотря на свои значительные колебания, оставались намного ниже своего пикового уровня начала 1970-х годов. Однако быстрота и амплитуда недавних колебаний цен по широкому кругу сырьевых товаров явно отличают их от тех, что наблюдались ранее<sup>16</sup>. Говоря конкретнее, размеры самых последних скачков цен на продовольственные товары и металлы были выше среднего уровня за всю историю наблюдений, а амплитуда изменения цен на нефть была сходной со средними величинами за всю историю наблюдений, но это изменение произошло с большей скоростью.

42. Предсказуемые колебания цен (т.е. те колебания, которые следуют прочно закрепившейся тенденции или соответствуют хорошо известным сезонным изменениям) редко создают проблемы. Колебания цен становятся проблематичными, когда они создают неопределенность, либо в силу того, что их невозможно предусмотреть, либо в силу того, что они не отражают изменений в действии основополагающих рыночных сил. Неустойчивость начинает вызывать беспокойство, когда она порождает боязнь риска, что ведет к принятию неэффективных инвестиционных решений. Когда неустойчивость становится «чрезмерной», т.е. когда она вызывает перекосы, которые не поддаются регулированию силами производителей и потребителей, она должна регулироваться проведением соответствующей политики, в том числе созданием вспомогательных механизмов, на национальном и международном уровнях.

43. Повышенная неустойчивость цен на сырьевые товары, если она не будет должным образом регулироваться, может негативно отразиться на развитии. Неустойчивый и неопределенный уровень экспортных поступлений может осложнить не только бюджетно-финансовое управление, но и долгосрочное бюджетное планирование. Неустойчивость могла бы также подорвать усилия в области развития тем, что она отпугивает инвесторов, увеличивает торговые дефициты и обостряет проблему нищеты на уровне домохозяйств, в первую очередь потому, что товарно-сырьевые сектора обычно являются главным источником средств к существованию для значительной части населения в странах с

<sup>15</sup> O. Calvo-Gonzales, R. Shankar and R. Trezzi, "Are commodity prices more volatile now? A long-run perspective", World Bank Policy Research Working Paper, No. 5460, (Washington, D.C., World Bank, October 2010).

<sup>16</sup> J. Baffes and T. Haniotis, "Placing the 2006/08 commodity price boom into perspective", World Bank Policy Research Working Paper, No. 5371 (Washington, D.C., World Bank, July 2010).

низким уровнем дохода и в наименее развитых странах. Колебания торгового баланса, вызванные неустойчивостью цен на сырьевые товары, также могут иметь тяжелые отрицательные последствия для развития, поскольку они воздействуют на уровень реальных обменных курсов, повышая тем самым стоимость иностранных кредитов и ограничивая возможности обслуживания внешнего долга.

44. На международном и национальном уровнях предпринималось множество попыток снизить неустойчивость цен на сырьевые товары и смягчить ее последствия, с тем чтобы гарантировать получение производителями таких доходов, при которых производство считалось бы «рентабельным». К числу ранее принятых стратегий относятся: а) схемы регулирования предложения; б) программы поддержания уровня дохода для защиты развивающихся стран, зависящих от сырьевых товаров, от сокращения размеров экспортных поступлений; в) рыночные механизмы регулирования рисков; г) схемы регулирования поступлений<sup>17</sup>; и е) программы диверсификации и создания добавленной стоимости.

## **В. Схемы регулирования предложения: международные товарные соглашения**

45. Предыдущие попытки разработки международным сообществом, занимающимся вопросами развития, жизнеспособной международной политики в товарно-сырьевом секторе, которая решила бы проблемы неустойчивости цен и стабилизировала бы доходы производителей, предпринимались в рамках ЮНКТАД. В августе 1974 года была предложена Комплексная программа по сырьевым товарам (КПС), утвержденная на четвертой сессии ЮНКТАД в 1976 году. Затем были начаты переговоры по корзине сырьевых товаров с целью разработки международных товарных соглашений (МТС). Предусматривалось, что по линии этих соглашений будет финансироваться создание буферных запасов в целях сокращения колебаний цен и стабилизации цен на таких уровнях, которые обеспечивали бы рентабельность производителям. В качестве механизма финансирования был учрежден Общий фонд для сырьевых товаров<sup>18</sup>. Однако единственным новым товарным соглашением, содержащим экономические оговорки, которое было заключено в контексте Комплексной программы по сырьевым товарам в рамках ЮНКТАД, было Международное соглашение по каучуку, в то время как действие других соглашений (например по олову и сахару) было прекращено.

46. Схемы регулирования предложения создавались также советами по сбыту во многих развивающихся странах. Эти организации сыграли свою роль в стабилизации цен путем формирования национальных резервных и буферных запасов, однако были в основном упразднены в 1980-е и 1990-е годы в ходе осуществления программ структурной перестройки.

47. Самой успешной схемой регулирования предложения можно, пожалуй, назвать ОПЕК. Цель ее работы состоит в «стабилизации цен на международ-

<sup>17</sup> IMF, "The role of fiscal institutions in managing oil revenue boom" (SM/07/88) (Washington, D.C., March 2007).

<sup>18</sup> Соглашение об учреждении Общего фонда для сырьевых товаров, которое было принято в 1981 году, вступило в силу только в 1989 году, причем открытие его первого счета, предназначенного для финансирования буферных запасов, было отложено.

ных нефтяных рынках с должным учетом интересов государств-производителей и необходимости обеспечения стабильного притока поступлений в страны-производители»<sup>19</sup>. В интересах достижения этой цели квоты на добычу периодически корректируются с учетом текущей рыночной конъюнктуры. Несмотря на некоторые проблемы с обеспечением соблюдения квот, регулирование предложения в рамках ОПЕК в целом помогло стабилизировать мировые цены на нефть, позволив тем самым точнее предсказывать величину экспортных поступлений, которые будут получены производителями. Для осуществления контроля за объемами поставок на рынок использовался также диалог между поставщиками и потребителями, который способствовал тем самым повышению стабильности мировой экономики, зависящей от нефти.

### **С. Программы поддержания уровня дохода**

48. Механизмы компенсационного финансирования, призванные компенсировать дефициты поступлений и краткосрочные скачки цен, оказались не намного эффективней международных товарных соглашений, отчасти из-за того, что до начала 2002 года многие сырьевые товары страдали от циклических снижений цен. Самыми известными примерами механизмов компенсационного финансирования являются: а) Фонд компенсационно-резервного финансирования (ФКРФ) Международного валютного фонда (1988 год), которому предшествовал Фонд компенсационного финансирования (ФКФ), начавший работу в 1963 году; и б) система стабилизации экспортных поступлений ЕС (СТАБЕКС)<sup>20</sup> и инструмент краткосрочного финансирования Vulnerability FLEX (V-FLEX) ЕС, который помогает наиболее уязвимым странам из Группы африканских, карибских и тихоокеанских государств преодолеть воздействие глобального финансово-экономического кризиса и смягчить его социальные последствия.

49. Цель Фонда компенсационно-резервного финансирования состояла в сглаживании последствий временного падения экспортных поступлений от продажи сырьевых товаров, вызванного экзогенными факторами, ниже среднесрочного тренда в данной конкретной стране. Он был призван обеспечить странам, испытывающим либо нехватку ресурсов, либо отсутствие шансов на получение внешних кредитов, возможности для выравнивания динамики национального потребления в свете временного резкого сокращения экспортных поступлений. Право доступа к компоненту компенсационного финансирования в рамках Фонда компенсационно-резервного финансирования предоставляется при удовлетворении, в частности, следующих требований: а) временное падение экспорта и/или чрезмерный импорт зерна, обусловленные факторами, которые власти в целом не в состоянии контролировать; б) наличие проблемы платежного баланса; и в) готовность сотрудничать с МВФ в решении этой проблемы.

<sup>19</sup> См. <http://www.nccr-trade.org/publication/oil-supply-management-practices-the-organization-of-petroleum-exporting-countries-opec-under-the-w/>.

<sup>20</sup> Еще двумя схемами компенсационного финансирования являются система защиты и развития производства минерального сырья (СИСМИН) ЕС и программа компенсационного финансирования Швейцарии.

50. Программы поддержания уровня дохода, преследуя цели, аналогичные целям компенсационных механизмов, обеспечивают защиту от резкого падения экспортных поступлений, учитывая в этой связи аспект цен на сырьевые товары, а также потенциальное сокращение объемов производства. Например, в Соединенных Штатах были созданы Агентство по регулированию рисков (АРР) в 1996 году для руководства программами Федеральной корпорации агрострахования (ФКАС) и другие схемы регулирования рисков, не связанные со страхованием, которые помогают поддерживать национальное сельскохозяйственное производство<sup>21</sup>. Программы обычно основываются на продаже агростраховых полисов через частных лицензированных брокеров, работающих на подрядных условиях, однако ФКАС обеспечивает поддержку по линии предоставляемых механизмов перестрахования (т.е. субсидируемого страхования).

51. Более традиционное агрострахование обычно покрывает только риск для урожая (т.е. защищает от «физической» потери урожая, которая может произойти в течение сельскохозяйственного года), однако может применяться и в сочетании с механизмами снижения ценового риска в целях обеспечения полного покрытия. В настоящее время планы агрострахования применяются всего в нескольких странах, а именно в Южной Африке, Эфиопии, Кении и Малави<sup>22</sup>; однако по мере усиления этого вида риска под действием климатических изменений такие планы будут, по всей вероятности, приобретать все большую актуальность и значимость и будут предметом жарких дискуссий в обозримом будущем<sup>23</sup>. Сейчас рассматривается инициатива по созданию такого плана объединенного страхования от рисков в Карибских странах (например, на Ямайке в отношении кофе), которая может получить поддержку по линии Карибского фонда страхования от рисков катастроф, который в настоящее время не распространяется на сельское хозяйство.

## **D. Рыночные механизмы регулирования рисков**

52. С начала 1990-х годов, на фоне ограниченного прогресса в решении товарно-сырьевых проблем развивающихся стран, достигнутого по линии как национальных, так и международных механизмов стабилизации цен, внимание переключилось на использование рыночных механизмов для регулирования рисков колебания цен на сырьевые товары. Эти инструменты призваны компенсировать подверженность ценовому риску с помощью финансовых рынков или иных инструментов. Контракты с соответствующими производными инструментами обычно продаются на международных товарных биржах в крупных финансовых центрах (например, в Лондоне и Нью-Йорке). С технической точки зрения эти механизмы позволяют производителям или правительствам стран-производителей ограничить риски, обусловленные непредвиденным движением цен, путем переноса их на инвесторов. Используются самые разные

<sup>21</sup> См. <http://www.rma.usda.gov/>.

<sup>22</sup> В 1995 году Европейским союзом был создан ТАРСИМ — управленческая структура, призванная, в партнерстве с группой страховых компаний, обеспечить механизм агрострахования (подкрепленный взносами правительств, которые субсидируют часть страховых премий).

<sup>23</sup> К. Derviş, “Given that mitigating climate change requires investment, how much should we invest and when?”, The Climate Change Challenge, UNU World Institute for Development Economics Research (UNU-WIDER) Annual Lecture 11.

хеджевые инструменты, от простых видов, таких, как форвардные контракты, фьючерсы и опционы, до сложных сочетаний (в числе прочего, например, коллары и внебиржевые инструменты), в зависимости от стратегии переноса риска, избранной конечным пользователем.

53. Однако эти рыночные инструменты не имеют широкого применения в развивающихся странах с низким уровнем дохода ввиду их сложности, размеров и затрат, связанных с их использованием. Поэтому интерес сейчас представляет создание товарных бирж в развивающихся странах, которые могли бы предоставлять возможности хеджирования, приспособленные к нуждам национальных производителей и трейдеров. Однако не все развивающиеся страны, особенно страны с низким уровнем дохода, зависящие от сырьевых товаров, располагают необходимой критической массой профессиональных трейдеров/экспортеров и крупных производителей сырьевых товаров, необходимой для обеспечения работы такой биржи, которая предоставляла бы жизнеспособные и эффективные возможности для хеджирования. Во всяком случае, даже если фьючерсные рынки могут помочь с решением проблем, связанных с изменчивостью цен, они не могут решить вопроса долгосрочного падения цен на сырьевые товары и негативной динамики условий торговли в странах, зависящих от сырьевых товаров.

54. На протяжении прошедшего десятилетия развивающиеся страны, например на Конференции министров торговли Африканского союза в 2005 году, проявляли политический интерес к использованию некоторых из этих механизмов, например товарных бирж. Ограниченное число развивающихся стран обладает высокоразвитой институциональной базой и рыночными и профессиональными характеристиками, необходимыми для обеспечения работы жизнеспособных товарных бирж. Воспользовавшись размерами своего внутреннего рынка и своей долей на рынках тех сырьевых товаров, по которым они занимают лидирующие позиции, Малайзия и Бразилия успешно создали товарные биржи, опираясь на инициативу частного сектора, при определенной надзорно-регулирующей роли правительства.

55. В нескольких африканских странах с низким уровнем дохода, зависящих от сырьевых товаров, также созданы товарные биржи (или изучается вопрос об их создании). Например, в апреле 2008 года Эфиопская торговая биржа начала торговые операции с кофе. Впоследствии на бирже были начаты торговые операции и с контрактами на другие виды сырьевых товаров, например на кукурузу, пшеницу, переработанную и непереработанную фасоль и кунжут.

## **Е. Регулирование поступлений**

56. Ряд региональных инициатив, предпринятых развивающимися странами, свидетельствует о политической приверженности обеспечению гласности и разумного управления в области регулирования поступлений. К числу крупных инициатив в Африке относится Африканский механизм коллегиального обзора (АМКО) в рамках Нового партнерства в интересах развития Африки (НЕПАД)<sup>24</sup>. В Азиатско-Тихоокеанском регионе важные инициативы в области поощрения гласности и борьбы с коррупцией осуществляются при содействии

---

<sup>24</sup> A/57/304, приложение.

Азиатского банка развития (например, Инициатива Азиатского банка развития/ОЭСР по борьбе с коррупцией для Азии и Тихого океана) и организации «Азиатско-Тихоокеанское экономическое сотрудничество» (АТЭС) (Группа экспертов по вопросам государственных закупок и Целевая группа по вопросам борьбы с коррупцией и гласности). В Латинской Америке Межамериканская конвенция против коррупции<sup>25</sup>, заключенная под эгидой Организации американских государств, служит выдающимся примером региональных действий развивающихся стран. Политические обязательства не предоставлять убежище коррумпированным деятелям и тем, кто вовлекает их в коррупцию, также были приняты Организацией американских государств и Форумом АТЭС.

57. На национальном уровне разрабатываются и внедряются также различные схемы регулирования поступлений, например стабилизационные фонды, в целях сглаживания колебаний размера поступлений, связанных с изменчивостью цен на сырьевые товары в обозримом будущем, и, следовательно, сокращения сильных перекосов, которые могут возникнуть в макроэкономическом планировании, в том числе по важнейшим статьям государственных расходов, под действием этих колебаний.

#### **Стабилизационные фонды**

58. В нескольких развивающихся странах, зависящих от сырьевых товаров, созданы и работают фонды стабилизации цен, призванные содействовать уменьшению амплитуды колебаний бюджетных поступлений. В периоды бума фонды накапливают поступления сверх контрольной отметки и дают возможность перечислять их в бюджет или в экономику в периоды краха. Цель состоит в выравнивании уровня расходов на протяжении цикла от бума к краху и в избежании внезапных изменений этого уровня, например уровня капитальных расходов и расходов на финансирование таких видов государственного обслуживания, как здравоохранение, образование и базовая инфраструктура, которые могли бы серьезным образом повлиять на бюджетную дисциплину. Товарно-сырьевые активы фондов национального благосостояния (ФНБ), принадлежащих развивающимся странам и странам с формирующейся экономикой, оцениваются в 1,9 трлн. долл. США<sup>26</sup>.

59. В ряде стран-экспортеров сырьевых товаров уже на протяжении некоторого времени используются фонды бюджетно-финансовой стабилизации, вызывающие интерес многих развивающихся стран в современную эпоху повышенной неустойчивости и неопределенности размера поступлений.

60. Опыт использования стабилизационных фондов в развивающихся странах показывает, что наличие прочной институциональной основы, гласность и подотчетность являются необходимыми условиями обеспечения их эффективной работы. Открытый подход, предусматривающий участие многих заинтересованных сторон, например Инициатива по обеспечению гласности в добывающей промышленности<sup>27</sup> при участии частного сектора и организаций гражданского общества, помог обеспечению гласности, подотчетности и ра-

<sup>25</sup> См. документ E/1996/99.

<sup>26</sup> Sovereign Wealth Fund Institute (см. <http://www.swfinstitute.org/fund-rankings/>).

<sup>27</sup> См. [http://siteresources.worldbank.org/INTSDNET/Resources/5944695-1254248728084/IDA\\_EITI\\_2010.pdf](http://siteresources.worldbank.org/INTSDNET/Resources/5944695-1254248728084/IDA_EITI_2010.pdf).

зумного управления в области использования таких фондов в некоторых странах. Эти инициативы помогают также выявлять финансовые нарушения, которые могут привести к краху фондов. Тем не менее, сила этих инициатив с участием многих заинтересованных сторон в конечном счете заключается в доверительном характере и эффективности процесса, который в свою очередь зависит от наличия строгих стандартов отчетности и ревизии и внешнего удостоверяющего процесса, подкрепленного подробными типовыми моделями и временными графиками.

61. Эти аспекты делают практическую реализацию технически сложным и дорогостоящим процессом и дополнительно напрягают и без того ограниченные возможности в некоторых странах. Кроме того, по линии инициатив с участием многих развивающихся стран создаются механизмы подотчетности в рамках сложных взаимодействующих сетей, которые могут не только содействовать укреплению открытого подхода, но и подорвать создаваемые на местах стимулы, направленные на укрепление национальных (парламентских) институтов<sup>28</sup>. Один из главных вопросов состоит в создании такой благоприятной обстановки, при которой диалог с участием многих заинтересованных сторон дополняет и усиливает внутривластные процессы.

## **Г. Диверсификация и создание добавленной стоимости**

62. Долгосрочные последствия нестабильности цен на сырьевые товары сильнее проявляются в странах, зависящих от сырьевых товаров. Поэтому в долгосрочной перспективе ослабление зависимости от сырьевых товаров может способствовать косвенному решению проблемы неустойчивости цен. Существует несколько показателей диверсификации, например вертикальная интеграция по линии товаров или процессов, охватывающая более значительную часть цепочки создания стоимости, и диверсификация в другие сектора.

63. Однако диверсификации может препятствовать множество факторов, например: а) структурные барьеры на пути международной торговли (эскалация тарифов и стандартов); б) нехватка ресурсов для инвестирования в данный сектор, которая в свою очередь может быть вызвана неустойчивостью цен на сырьевые товары; в) слабость инфраструктуры, особенно в том, что касается как стоимости, так и наличия транспортных и складских мощностей; г) недостаток навыков производства и сбыта альтернативных товаров; и е) ограниченный доступ к финансам. К другим факторам, ограничивающим степень диверсификации в развивающихся странах, зависящих от сырьевых товаров, относятся социально-политические и макроэкономические факторы, например бремя задолженности и обесценение валюты, которые вынуждают отдавать предпочтение увеличению производства и экспорта традиционных товаров, поскольку так легче действовать в краткосрочной и среднесрочной перспективе.

64. Опыт некоторых развивающихся стран, зависящих от сырьевых товаров (например, Маврикия, Малайзии и Чили), показывает, что успешная диверсификация может быть достигнута с помощью всеобъемлющих партнерских отношений с различными заинтересованными сторонами товарно-сырьевого сек-

<sup>28</sup> См. Sam Jones, *Sub-Saharan Africa and the "Resource Curse": Limitations of the Conventional Wisdom*, DIIS Working Paper, No. 2008:14 (Copenhagen, Danish Institute for International Studies, 14 May 2008), p. 34.

тора, в том числе с международными фирмами. Передаче навыков и технологии может содействовать создание механизмов стимулирования и совместных предприятий между местными и международными компаниями в сфере промышленного производства, а также проведение политики, предусматривающей включение оговорок о передаче технологии в лицензионные соглашения, в частности при условии проведения их систематических оценок и при условии вознаграждений организаций за достигнутые успехи в области наращивания национального потенциала.

65. Правительствам надлежит играть исключительно важную роль в формулировании среднесрочных и долгосрочных задач стратегии диверсификации, созвучных их общим приоритетным направлениям развития, а также в формировании благоприятной обстановки для создания добавленной стоимости, в том числе для более активного участия местных фирм и производителей в производственных процессах на более высоких уровнях цепочки создания стоимости.

## V. Заключительные замечания

66. Неустойчивость имманентно присуща товарно-сырьевым рынкам, о чем свидетельствует циклическая динамика от бума к краху и от краха к буму, которая наблюдалась в период 2007–2010 годов. В самом деле, бумы цен на сырьевые товары, которые отмечались в период с 2002 года, подкреплялись действием факторов, ограничивающих предложение, которые были обусловлены в основном недостаточным уровнем капиталовложений как в добывающие отрасли, так и в производство сельскохозяйственных товаров на протяжении последних двух десятилетий. Это указывает на необходимость осуществления более крупных и постоянных капиталовложений в сырьевые товары как средства решения проблемы изменчивости цен, вызванной несоответствием спроса и предложения. Неустойчивость на товарно-сырьевых рынках создает множество проблем для развивающихся стран, особенно для стран-чистых импортеров продовольственных товаров и стран, в значительной степени зависящих от экспорта исключительно узкого круга сырьевых товаров, включая многие наименее развитые страны. В прошлом разрабатывались и с переменным успехом применялись самые разнообразные международные, региональные и национальные вспомогательные меры. Кроме того, последние события на товарно-сырьевых рынках добавили к проблеме неустойчивости цен на сырьевые товары новые, сложные аспекты. На национальном, региональном и международном уровнях необходимо выработать принципиально новую, согласованную политику, направленную на обеспечение того, чтобы проблема неустойчивости цен не тормозила экономический рост и развитие и не препятствовала усилиям в области искоренения нищеты.

67. В этой связи международному сообществу было бы, пожалуй, полезно вернуться к рассмотрению схем регулирования предложения в контексте новых реалий на товарно-сырьевых рынках, изучив при этом потенциальные возможности этих схем в плане усиления сотрудничества между производителями и потребителями и стабилизации рынков. Различные программы поддержания уровня дохода также могут сыграть свою роль в преодолении краткосрочных ценовых потрясений и связанных с ними резких колебаний размера поступлений. Однако порядок доступа к таким программам нуждается в упрощении и

ускорении в интересах удовлетворения насущных потребностей отвечающих критериям стран, включая принятие антициклических мер.

68. Использование рыночных инструментов регулирования рисков, например фьючерсов, опционов и договоров страхования на основе индекса погоды, могло бы уменьшить неустойчивость цен на сырьевые товары и другие риски при наличии необходимых условий. Однако для создания институциональных механизмов, в том числе правовой и регулятивной основы, и обучения потенциальных клиентов пониманию и использованию этих инструментов требуются громадные усилия. Кроме того, важными факторами сокращения чрезмерной неустойчивости цен на «финансированных» рынках сырьевых товаров являются более жесткое регулирование и повышение гласности. Во избежание подрыва позитивной роли фьючерсных рынков в обеспечении ликвидности и открытии цены эти инструменты должны быть ориентированы на «некоммерческих» участников рынка, деятельность которых не зависит от действия основополагающих рыночных сил.

69. Чрезвычайная легкость, с которой развивающиеся страны, богатые минеральными ресурсами, становятся жертвой «голландской болезни» и «сырьевого проклятия» обуславливает необходимость проведения осмотрительной бюджетно-финансовой политики и регулирования реального обменного курса в целях сокращения зависимости от внешних долгов. Создание таких институциональных механизмов, как стабилизационные фонды, будет способствовать более эффективному макроэкономическому управлению и избежанию ошибок, связанных с «сырьевым проклятием». Диверсификация позволит уменьшить зависимость государственных поступлений от ограниченного числа сырьевых товаров и повысить в долгосрочной перспективе устойчивость развивающихся стран перед лицом ценовых потрясений на товарно-сырьевых рынках. Однако государству надлежит играть исключительно важную роль в закреплении диверсификации в качестве одного из приоритетных направлений среднесрочных и долгосрочных стратегий развития, в мобилизации ресурсов и в контроле за их реализацией.

70. Периодические проявления крайней неустойчивости на товарно-сырьевых рынках и внезапные колебания цен уже послужили толчком к совместным глобальным действиям. Министры сельского хозяйства из ведущих стран Группы 20, собравшиеся в Париже 22 и 23 июня 2011 года под председательством Франции, распространили заявление министров, в котором был провозглашен План действий по проблемам неустойчивости цен на продовольственные товары и проблемам сельского хозяйства. Центральным элементом пятиаспектного Плана действий является Система рыночной информации по сельскохозяйственным товарам (АМИС). Главная задача Системы — решение проблемы высокого и неустойчивого уровня цен на продовольственные товары путем более жесткого регулирования спекулятивных инвестиций на товарно-сырьевых рынках и установления правительствами обязательных норм перехода на биотопливо. Меры, принимаемые развивающимися странами, зависящими от сырьевых товаров, на международном уровне в целях повышения транспарентности физических рынков сырьевых товаров, более своевременного предупреждения и регулирования продовольственных кризисов и укрепления хеджевых инструментов в интересах более эффективной защиты беднейших слоев населения, послужат снижению их уязвимости перед лицом чрезмерной неустойчивости цен.

## Приложение

### Формирование цен на сырьевые товары и финансиализация торговли сырьевыми товарами

#### I. Введение

1. Волатильность цен и вызванная этим неопределенность в принятии решений всегда были отличительной особенностью рынков сырьевых товаров. Это обусловлено тем, что а) в среднесрочной и долгосрочной перспективе на состояние спроса и предложения на рынках сырья влияют неизвестные факторы, например неопределенная скорость истощения невозобновляемых ресурсов и неизвестные последствия изменения климата для сельскохозяйственного производства, б) для данных о запасах, которые во многом определяют краткосрочные ценовые ожидания, характерны значительные погрешности – и с) данные по текущему состоянию спроса и предложения на мировых рынках сырья публикуются со значительными задержками и часто пересматриваются. Поэтому даже хорошо осведомленным трейдерам приходится формулировать ценовые ожидания на основе частичных и непроверенных данных.

2. Положение усугубляется тем, что неопределенность на рынках сырья, вероятно, только растет. В последние годы быстрая индустриализация, урбанизация и изменения в пищевых привычках в странах с формирующейся экономикой, особенно в Азии, привели к росту спроса на сырье. В то же время оказалось трудно точно оценить влияние этих факторов на динамику взаимосвязи спроса и предложения в краткосрочном плане. Это обусловлено не только неопределенностью перспектив сохранения высоких темпов экономического роста в странах с формирующейся экономикой, но и, что более важно, зачастую значительными пробелами в наличии данных относительно состояния спроса, предложения и запасов сырья в этих странах.

3. Эти факторы спроса проявляются в сочетании с ростом сомнений относительно возможности достижения в скором времени кардинальных технических сдвигов и способности быстро преодолеть намечающиеся технические препятствия для соразмерного увеличению предложения сырья, как это часто происходило в прошлом. Что касается, например, нефти, то велись споры о том, будет ли в ближайшем будущем достигнут «пик» цен на нефть. Что касается сельскохозяйственного сырья, то сообщения о снижении темпов роста производительности в сельском хозяйстве только усилили растущее беспокойство по поводу землепользования, нехватки воды и, в целом, связи между сельскохозяйственным производством и изменением климата. Кроме того, тот факт, что биотопливо первого поколения производится из продовольственных культур, как представляется, существенно повысил значимость информации об энергоносителях для торговли сельскохозяйственным сырьем, и наоборот. Считается, что одной из главных причин таких затруднений в области предложения является малый объем инвестиций в производство, инфраструктуру и изучение

---

<sup>a</sup> G. Gorton, F. Hayashi and K.G. Rouwenhorst, “The fundamentals of commodity futures returns”, *NBER Working Paper*, No. 13249 (Cambridge, Massachusetts, National Bureau of Economic Research, July 2007); and M.S. Khan, “The 2008 oil price ‘bubble’”, Policy Brief, No. PB09-19 (Washington, D.C., Peterson Institute for International Economics, August 2009).

способов увеличения предложения сырьевых товаров на протяжении последних нескольких десятилетий, когда цены на сырье были низкими.

4. В такой ситуации возросшей ценовой неопределенности повысилась значимость традиционных функций рынков товарно-сырьевых дериватов в открытии цен и регулировании . Товарные биржи должным образом выполняют свои функции открытия цены и передачи рисков, если участники рынка не только пользуются общедоступной информацией, но и заключают сделки на основе а) независимой и индивидуальной информации, полученной благодаря глубокому пониманию конкретных событий, касающихся товарно-сырьевых рынков, и б) своих собственных планов поставки или приобретения сырья.

## II. Финансализация торговли сырьевыми товарами

5. Возрастание роли финансовых побуждений, финансовых рынков и финансовых агентов в функционировании товарно-сырьевых рынков — процесс, который часто называют «финансализацией торговли сырьевыми товарами», — создает растущую угрозу надлежащему выполнению рынками товарно-сырьевых дериватов функций открытия цены и передачи рисков. Финансовые инвесторы уже не первый год активно работают на товарно-сырьевых рынках, однако финансовые инвестиции в сырье стали предметом значительно более пристального внимания после краха фондового рынка в 2000 году, и начиная с первой половины 2000-х годов диапазон финансовых участников на рынках товарно-сырьевых дериватов и используемых ими инструментов значительно расширился.

6. Наибольшее внимание на протяжении последних нескольких лет привлекали, вероятно, инвестиции в товарные индексы. Инвестиции в индексы привязаны к доходности взвешенных товарно-сырьевых корзин (например, товарный индекс Standard and Poor Goldman Sachs (S&P GSCI) и товарный индекс Dow Jones-Union Bank of Switzerland (DJ-UBSCI)). Эти индексы представляют собой составные индексы фьючерсов на широкий круг сырьевых товаров, обращающихся на товарных биржах. По данным об инвестициях в индексы американской Комиссии по торговле товарно-сырьевыми фьючерсами, чистый объем вложений инвесторов в индексы в Соединенных Штатах в мае 2011 года соста-

<sup>b</sup> Товарно-сырьевые дериваты включают фьючерсные и опционные контракты, обращающиеся на организованных биржах, а также форвардные, опционные и своповые контракты, обращающиеся на внебиржевых рынках. Дериват представляет собой финансовый актив, как правило контракт между двумя или несколькими сторонами, стоимость которого зависит или является производной от одного или нескольких базовых активов, таких как товарно-сырьевой фьючерс или товарно-сырьевой индекс. Фьючерсные контракты представляют собой соглашения о купле или продаже определенного количества сырьевого товара по заранее определенной цене. Опцион — это контракт, который дает право, но не налагает обязательство купить или продать фьючерсный контракт по оговоренной цене на какую-либо будущую дату или до ее наступления. В отличие от фьючерсов опцион обеспечивает защиту от неблагоприятной динамики цен при сохранении возможности получить прибыль в результате повышения цен. Кроме того, на внебиржевом рынке ценных бумаг обращаются специализированные продукты, например свопы. Свопы используются для фиксации цен на сырьевые товары на средний или длительный срок. Подробный обзор товарно-сырьевых инструментов управления рисками см. UNCTAD “A survey of commodity risk management instruments” (документ UNCTAD/COM/15/Rev.2 от 6 апреля 1998 года).

вил 246 млрд. долл. США, уменьшившись с пикового уровня в 256 млрд. долл. США, достигнутого в апреле 2011 года. Примерно с 2009 года стали быстро расти масштабы использования биржевых индексных фондов и облигаций (ETFов и ETНов)<sup>с</sup>. Согласно данным компании Barclays, в июне 2011 года объем вложенных в биржевые индексные продукты активов под управлением составил 181 млрд. долл. США, из которых три четверти приходилось на драгоценные металлы. За период с 2008 по 2010 год доля стоимости товарно-сырьевых активов под управлением в общемировом валовом внутреннем продукте (ВВП) увеличилась более чем в четыре раза. В своей совокупности данные по финансовым инвестициям в товарно-сырьевые активы указывают на то, что, несмотря на некоторое снижение во второй половине 2008 года, «накачка» товарных рынков финансовыми ресурсами продолжала непрерывно расти примерно до мая 2011 года, когда наметилось некоторое (возможно, временное) ...

7. Наряду с расширением диапазона инструментов повысилось разнообразие инвесторов и стратегий ведения торговых операций. Наиболее важным здесь является, возможно, то, что, как представляется, произошла переориентация значительной части инвестиций в индексы от длинных — только по сырьевым фьючерсам, включенным в основные индексы (такие, как S&P GSCI и DJ-UBDCI), с ориентацией преимущественно на краткосрочные фьючерсы (от 1 до 3 месяцев) в направлении приобретения более долгосрочных контрактов (от 6 до 12 месяцев) с ориентацией на конкретные категории сырья (например, энергоносители) или даже на отдельные сырьевые товары. Спонсоры ETFов могут приобретать срочные контракты по товарно-сырьевым фьючерсам, но при этом используют определенные методы для отслеживания индексов. В последнее время произошел важный сдвиг, который состоит в том, что обеспечением некоторых ETFов, например на медь и алюминий, является физическое сырье, а не фьючерсные контракты. Инвестиционные менеджеры — например, хедж-фонды и институциональные инвесторы, которые применяют различные стратегии ведения торговых операций, основанные на базовых макроэкономических показателях, подробных товарно-сырьевых исследованиях, алгоритмической торговле или следовании за трендом, и на общих соображениях диверсификации финансовых вложений, — обычно активно приобретают и продают срочные контракты, охватывающие более короткий промежуток времени. В последнее время некоторые финансовые инвесторы все шире участвуют в алгоритмической высокочастотной торговле.

---

<sup>с</sup> По сути ETFы представляют собой паи инвестиционного фонда, которые торгуются на фондовых рынках и привязаны к определенному товарно-сырьевому индексу. ETНовы представляют собой долговые ценные бумаги, выплаты по которым производятся эмитентом исходя из величины базового товарно-сырьевому индекса.

<sup>д</sup> Barclays Capital, “The Commodity Investor”, Commodities Research, London (Barclays Bank PLC, 19 July 2011).

<sup>е</sup> Подробное обсуждение см. *Trade and Development Report 2011* (United Nations publications, Sales No. E.11.II.D.3), chap. V, “Financialized commodity markets: recent developments and policy issues”.

<sup>ф</sup> Длинная позиция — обязательство по срочному контракту, в соответствии с которым держатель должен принять поставку (т.е. купить товар), в отличие от короткой позиции, при которой держатель обязан осуществить поставку (т.е. продать товар).

8. В обоснование инвестиций в сырьевые товары приводятся различные объяснения. Поскольку в историческом плане присутствует положительная корреляция между доходами от торговли сырьевыми товарами и инфляцией, инвесторы рассматривают такие сырьевые товары, которые легко сохранить (например, драгоценные металлы), как действенное средство страхования от инфляции. Ориентирующихся на долгосрочную перспективу институциональных инвесторов, возможно, привлекали преимущества диверсификации в связи с перебалансировкой инвестиционных портфелей. При рассмотрении данных за 1959–2004 годы утверждалось, что «рисковая премия по товарно-сырьевым фьючерсам по существу является те же самым, что и акции, (тогда как) доходы по товарно-сырьевым фьючерсам находятся в отрицательной корреляции с доходами на акции и на облигации» и что «отрицательная корреляция между товарно-сырьевыми фьючерсами и другими классами активов в значительной мере обусловлена различным поведением в течение делового цикла»<sup>g</sup>. Кроме того, ограниченный диапазон приемлемых для инвестиций активов в некоторых странах с формирующейся экономикой, возможно, подтолкнул некоторых инвесторов к мысли о том, что инвестиции в сырье могут быть способом выхода на рынки быстро развивающихся странах с формирующейся рыночной экономикой. Кроме того, инвестирование в товарно-сырьевые фьючерсы может быть средством страхования на случай изменения обменного курса доллара США. Большинство сырьевых товаров продаются и покупаются за доллары, и цены на сырье в долларовом выражении при падении курса доллара, как правило, растут. Наконец, снижение в последнее время уровня процентных ставок могло побудить индивидуальных и институциональных инвесторов к поиску более высоких доходов и выбору более рискованных активов, например сырьевых товаров, в условиях, когда вложения в менее рискованные активы, например в государственные облигации, приносят низкие доходы.

### III. Влияние финансовых инвестиций на цены на товарно-сырьевых рынках

9. Растущее присутствие инвесторов на рынках необработанного сырья в целом не вызывает сомнений, однако в последние годы широко дискутируется вопрос о том, стало ли это причиной роста цен на сырьевые товары и повышения их волатильности. Некоторые авторы считают, что единственным определяющим фактором наблюдаемой в последнее время динамики цен на сырье являются всеобъемлющие подвижки в основополагающих взаимосвязях спроса и предложения, и утверждают, что более широкое участие финансовых инвесторов в функционировании товарно-сырьевых рынков на самом деле способствовало сглаживанию колебаний . . Другие же утверждают, что финансовализация товарно-сырьевых рынков, как правило, ведет к отклонению цен на сырьевые

<sup>g</sup> G. Gorton and K.G. Rouwenhorst, “Facts and fantasies about commodity futures”, *NBER Working Paper*, No. 10595 (Cambridge, Massachusetts, National Bureau of Economic Research, March 2006), p. 1.

<sup>h</sup> См., например, S.H. Irwin and D.R. Sanders, “The impact of index and swap funds on commodity futures markets: preliminary results”, *OECD Food, Agriculture and Fisheries Working Paper*, No. 27 (Paris, 2010).

товары от уровней, оправданных базовыми рыночными факторами, что оказывает негативное воздействие как на производителей, так и на ...

10. В центре этих непрекращающихся споров находятся два взаимосвязанных вопроса. Во-первых, как финансовые инвестиции могут влиять на цены физического рынка, учитывая, что они главным образом связаны с функционированием фьючерсного рынка и не касаются операций с реальным товаром? Во-вторых, приводят ли финансовые инвестиции к изменению спроса на товарно-сырьевые фьючерсы и их предложения таким образом, что цены отклоняются от уровня, диктуемого макроэкономическими факторами, и повышается их волатильность?

11. Что касается первого вопроса, то на многих рынках открытие цены при поставке товара является скорее исключением и большая часть операций производится по ценам фьючерсных контрактов в соотношении с ценой по ближайшим фьючерсным контрактам (т.е. контрактам с наступающим сроком исполнения)<sup>i</sup>. Что касается сырой нефти, то Международное энергетическое агентство объясняет, каким образом обычная торговая практика приводит к тому, что фьючерсный рынок определяет цену, по которой происходит поставка реального ... Кроме того, хотя финансовые инвесторы сами по себе могут и не располагать физическими запасами, их инвестиции двигают цены фьючерсов вверх, что, в свою очередь, становится для других стимулом к тому, чтобы держать запасы.

12. Наблюдение, из которого следует, что во время резкого роста цен на сырьевые товары в период 2006–2008 годов никакого подобного накопления запасов не происходило, связано со вторым доводом, который был предложен Полом Кругменом применительно к ценам на ... Как утверждает Кругмен, спекулятивная деятельность, которая заставляет цены расти над равновесным уровнем, диктуемым макроэкономическими факторами, приведет к возникновению рыночных диспропорций и избыточному предложению, что в конечном счете должно привести к накоплению запасов. Из этого утверждения, как представляется, следует, что, поскольку сообщений об увеличении запасов нефти не поступало, причиной роста цен на нефть в 2008 году были отнюдь не спекуляции. Вместе с тем другие утверждают, что данные по нефтяным запасам являются крайне ... Такие данные не предоставляются большинством стран, не входящих в ОЭСР, на которые приходится почти половина мирового спроса на сырую нефть и к которым относятся очень крупные потребители, такие как Китай; точно так же не предоставляются данные о нефти в танкерах, в результате чего искажаются данные о запасах, которые предоставляются странами — членами ОЭСР. Поэтому никаких определенных выводов на основе таких данных сделать нельзя. Что более существенно, для доказательства утверждения Кругмена на практике может потребоваться некоторое время. Рост спроса на

<sup>i</sup> См., например, C.L. Gilbert, “Speculative influences on commodity futures prices 2006–2008”, United Nations Conference on Trade and Development Discussion Paper No. 197 (Geneva, March 2010).

<sup>j</sup> C.L. Gilbert, “How to understand high food prices”, *Journal of Agricultural Economics*, vol. 61, No. 2 (2010), p. 409.

<sup>k</sup> International Energy Agency, *Medium-Term Oil Market Report* (Paris, OECD/IEA, 2009), p. 107.

<sup>l</sup> Paul Krugman, “The oil nonbubble”, *New York Times*, 12 May 2008.

<sup>m</sup> M.S. Khan, “The 2008 oil price ‘bubble’”, p. 5 (see footnote (a)).

фьючерсы обычно ведет к повышению цен по долгосрочным фьючерсам, что в свою очередь становится стимулом к накоплению запасов; однако, учитывая очень низкую краткосрочную эластичность цен на поставки сырья, кривая предложения расположена практически вдоль вертикальной оси. Вследствие этого проблема роста спроса решается только путем увеличения цен на товар с немедленной поставкой. С течением времени производство и потребление отреагируют на более высокий уровень цен, произойдет постепенное накопление запасов, и цены снизятся. Но прежде чем это произойдет, на рынке сырья вполне может возникнуть ценовой ...

13. В-третьих, рынок реального товара и фьючерсный рынок связаны между собой посредством арбитража; причем все более широкое присутствие финансовых посредников на некоторых рынках реального товара, а также растущее участие некоторых физических трейдеров в финансовых операциях, как представляется, только усиливают эту связь. Например, по сообщениям средств массовой информации, ведущие финансовые учреждения стали вкладывать средства в складские объекты, в то время как крупные торговые дома, по всей видимости, ведут спекулятивную игру с ценами на ...

14. В связи со вторым вопросом следует отметить, что спекулятивные операции представляют собой неотъемлемый элемент рынка дериватов, поскольку участники таких операций являются теми контрагентами, которые необходимы производителям и потребителям для закрытия позиций. В этом смысле более широкое участие финансовых инвесторов в торговле товарно-сырьевыми фьючерсами может принести немалую экономическую выгоду за счет углубления рынков и удовлетворения потребностей коммерческих пользователей в хеджировании и снижении их затрат на хеджирование. Финансовые инвесторы могут также способствовать повышению ликвидности рынков в связи с долгосрочными фьючерсными контрактами за счет облегчения управления рисками и перспективного планирования производителей и потребителей сырьевых товаров.

15. Вместе с тем реальная значимость выгод от более широкого участия финансовых инвесторов во многом определяется тем, насколько в своих операциях по купле-продаже срочных контрактов они действительно учитывают изменения базовых показателей товарно-сырьевых рынков, и тем, способствуют ли они повышению разнообразия мнений и тем самым увеличению ликвидности рынка. Поэтому важно отметить, что более широкое участие финансовых инвесторов могло на самом деле заставить товарно-сырьевые рынки в большей степени следовать логике финансовых рынков, чем обычных товарных ... На последних открытие цены основано на информации, получаемой от множества независимых агентов, которые действуют согласно собственным индивидуальным предпочтениям. На обычных товарных рынках возможности получения

<sup>n</sup> C.L. Gilbert, "How to understand high food prices", p. 408.

<sup>o</sup> J. Blas and J. Farchy, "Glencore reveals bet on grain price rise", *Financial Times*, 24 April 2011. Available from: <http://www.ft.com/cms/s/0/aea76c56-6ea5-11e0-a13b-00144feabdc0.html#axzz1KtsjV7En>.

<sup>p</sup> С действиями финансовых инвесторов может быть также связан эффект веса денежного фактора. Подробное обсуждение см. UNCTAD, *Trade and Development Report 2009* (United Nations publication, Sales No. E.09.II.D.16), chap. II "The financialization of commodity markets".

прибыли возникают благодаря инициативным действиям отдельных участников рыночных отношений на основе частной и обстоятельной информации.

16. В отличие от этого на финансовых рынках, особенно применительно к тем активам, которые относятся к одной и той же широкой категории риска (например акции, валюты стран с формирующейся рыночной экономикой и в последнее время сырьевые товары), открытие цены основано на информации, связанной с несколькими регулярно наблюдаемыми событиями, или даже на математических моделях, в которых ценовой прогноз строится преимущественно не на текущей, а на прошлой информации. На таких рынках самое прибыльное поведение чаще всего состоит в том, чтобы в течение некоторого времени следовать за трендом и затем вывести инвестиции непосредственно перед тем, как это сделают все остальные; при этом даже если ход против большинства подкреплен точной информацией о макроэкономических показателях, он может привести к крупным потерям.

17. Стадное поведение может принимать различные формы. Оно, возможно, коренится в иррациональных наклонностях и основано на так называемых «псевдосигналах» при осуществлении операций со срочными контрактами на товарно-сырьевых рынках, к которым относятся информация о состоянии рынков других активов и использование негибких торговых стратегий, включая инерционное инвестирование или стратегии позитивной обратной связи. Основной посылкой в таких стратегиях является предположение о том, что в прошлой динамике цен кроется информация о будущей динамике цен, и их применение порождает, например, практику следования за трендом. Это приводит к тому, что вне зависимости от любых изменений в макроэкономических показателях покупки производятся после повышения цен, а продажи — после их падения.

18. Стадное поведение может также быть полностью рациональным. Информационно-индуцированное стадное поведение, например, проявляется в ситуациях, когда трейдеры полагают, что они могут извлечь нужную им информацию на основе наблюдения за поведением других агентов. Иными словами, поведение инвесторов приобретает единообразие, поскольку они перестают обращать внимание на личные информационные сигналы. Операции купли-продажи срочных контрактов, основанные только на предыдущих действиях других агентов, ведут просто к изменению цен без насыщения рынка какой-либо новой информацией. Последовательность подобных действий порождает эффект «снежного кома», который в конечном счете приводит к возникновению на рынках активов устойчивых ценовых пузырей. Проявление информационно-индуцированного стадного поведения наиболее вероятно на относительно непрозрачных рынках, например при торговле сырьевыми товарами.

19. Насколько долговременным будет вызванное стадным поведением отклонение цен от уровня, диктуемого макроэкономическими показателями, зависит от скорости и эффективности арбитража. Арбитраж предоставляет возможность получения прибыли при полном отсутствии риска. Такая возможность возникнет при отклонении цен от уровня, диктуемого макроэкономическими показателями, или при расхождении цен на рынках, на которых обращаются одинаковые активы. Однако широко распространено мнение, что и у арбитража

есть ... Например, рациональные арбитражеры могут быть не в состоянии выправить ценовые нарушения либо из-за нежелания принимать на себя риск, либо из-за капитальных ...

20. Более того, может оказаться, что рациональным арбитражерам даже неразумно идти против иррациональных инвесторов, которые в своих операциях со срочными контрактами руководствуются стратегиями позитивной обратной связи. Вместо этого им, руководствуясь определенной первоначальной благоприятной информацией, следует производить покупку, вызывая рост цен, что послужит для трейдеров, работающих по принципу обратной связи, стимулом к агрессивной покупке соответствующего актива. Такая реакция со стороны трейдеров, работающих по принципу обратной связи, позволит рациональным арбитражерам продать срочные контракты с прибылью. Однако в таких случаях прибыльный арбитраж также заставляет цены отклоняться от уровня, диктуемого макроэкономическими показателями, и способствует образованию краткосрочных ценовых ...

21. Определение степени влияния финансовых инвестиций на уровень и подвижность цен на сырьевые товары является непростой задачей, учитывая отсутствие полной прозрачности и имеющийся уровень разукрупнения данных. Вполне возможно, что финансовые инвестиции не оказали долговременного влияния. Тем не менее есть факты, подтверждающие мнение о том, что действия финансовых инвесторов влияют на динамику цен в краткосрочной перспективе. Один из таких фактов связан с ролью резких изменений в финансовых позициях на нефтяном рынке в период с февраля по май 2011 ... Не менее важно и то, что, как показывают события последнего времени, включение в портфели товарно-сырьевых фьючерсов более не позволяет инвесторам хеджировать риски на фондовом рынке. Результатом процесса уменьшения долговой нагрузки, начавшегося с наступлением нынешнего кризиса в середине 2008 года и затронувшего рынки всех активов, стало установление сильной положительной корреляции между доходностью товарно-сырьевых фьючерсов и доходностью инвестиций в акции (см. рисунок).

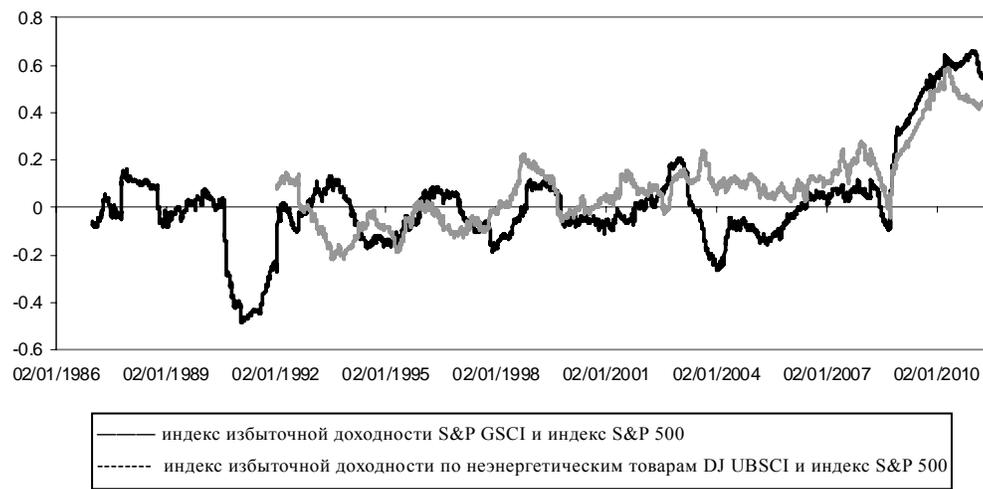
<sup>q</sup> D. Gromb and D. Vayanos, "Limits of arbitrage", *Annual Review of Financial Economics*, vol. 2, No. 1 (2010), pp. 251–275.

<sup>r</sup> A. Shleifer and R.W. Vishny, "The limits of arbitrage", *Journal of Finance*, vol. 52, No. 2 (1997), pp. 737–783.

<sup>s</sup> J.B. De Long and others, "Positive feedback investment strategies and destabilizing rational speculation", *Journal of Finance*, vol. 65, No. 2 (1990), pp. 379–395.

<sup>t</sup> Подробное обсуждение см. *Trade and Development Report 2011* (см. сноску (e)).

### Корреляция между товарно-сырьевыми индексами и индексами акций



Источник: Расчеты секретариата ЮНКТАД на основе данных Bloomberg.

Примечание: Данные отражают ежегодную скользящую корреляцию показателей доходности по соответствующим индексам на основе ежедневных данных.

22. Из фактических данных о широкомасштабных инвестициях в сырьевые товары, представленных на рисунке сплошной линией, следует, по всей видимости, то, что эта положительная корреляция проявилась только в преддверии нынешнего финансового кризиса и наиболее отчетливо проявилась только впоследствии. Вместе с тем хорошо известно, что самые большие преимущества от инвестирования в товарно-сырьевые фьючерсы дает диверсификация не только по различным категориям сырьевых товаров, но и по отдельным видам. .. Поскольку в индексе S&P GSCI значительный вес приходится на энергоносители, вполне возможно, что развитие этой корреляционной связи в начале 2000-х годов, и особенно ее сползание в зону отрицательных величин в 2003 году, было во многом обусловлено событиями на рынках энергоносителей, и прежде всего войной в Ираке в 2003 году. Таким образом, полезно исследовать корреляционную связь между доходностью фьючерсов на неэнергетических сырьевых товарах и доходностью инвестиций в акции. Как явствует из рисунка, эта связь стала отчетливо проявляться уже в начале 2000-х годов, задолго до начала нынешнего .. Этот факт подкрепляет сделанные ранее выводы о том, что переход к торговле индексами привел к усилению корреляции между отдельными сырьевыми товарами, включенными в тот или иной индекс, в ре-

<sup>u</sup> P. Basu and W.T. Gavin, "What explains the growth in commodity derivatives?" *Federal Reserve Bank of St. Louis Review*, vol. 93, No. 1 (2011), pp. 37–48.

<sup>v</sup> Статистическая проверка показывает, что изменение среднего уровня корреляции после схлопывания пузыря на фондовом рынке в 2000 году является весьма существенным даже при исключении посткризисного периода. При использовании вместо индекса по неэнергетическим сырьевым товарам DJ-UBSCI индекса по неэнергетическим сырьевым товарам S&P GSCI получают сходные в качественном отношении, хотя и менее убедительные в количественном плане данные.

зультате чего выгоды от диверсификации в пределах отдельного индексного фонда уменьшились или вовсе ...

23. Положительная корреляционная связь между доходностью инвестиций в товарно-сырьевые фьючерсы и доходностью инвестиций в акции достигла пика в конце 2010 года — начале 2011 года. Эта положительная корреляция в значительной степени связана со вторым раундом денежного стимулирования экономики, инициированного Федеральной резервной системой Соединенных Штатов в третьем квартале 2010 года, благодаря которому, как предполагается, инвесторы переориентировали свои предпочтения с менее рискованных активов, таких как государственные облигации, на более рискованные активы, такие как сырьевые товары и акции. На этом основано широко распространенное мнение о том, что ужесточение Соединенными Штатами кредитно-денежной политики может в значительной степени способствовать удорожанию средств, используемых в целях финансовых инвестиций, и это считалось причиной раздувания цен на активы на всех финансовых рынках. Однако тот факт, что произошло не одно, а два изменения уровня корреляции между доходностью инвестиций в сырьевые товары и доходностью инвестиций в акции, указывает на то, что денежное стимулирование, возможно, лишь усилило корреляционные связи между соответствующими рынками. Точно так же ужесточение кредитно-денежной политики всего лишь устранит причину второго изменения уровня корреляции между соответствующими рынками, но вряд ли совсем предотвратит накачку финансовыми активами товарно-сырьевых рынков и вернет корреляцию между рынками на уровень, отмеченный в конце 1990-х годов.

24. Сравнение динамики цен на сырьевые товары и на акции на различных этапах делового цикла показывает, что движение этих цен обычно было разнонаправленным на ранних этапах подъема в ходе предыдущих циклов. В противоположность этому в ходе самого последнего цикла наблюдается поразительная синхронизация динамики цен на акции и цен на сырье. Такое усиление синхронизации вызывает удивление, поскольку сохраняется низкий уровень загрузки мощностей после «великой рецессии» 2008 и 2009 годов. Важнее всего то, что кредитно-денежная политика проводится для смягчения ценового давления, обусловленного ростом цен на сырьевые товары, а не для устранения узких мест в промышленном производстве и это указывает на весьма тревожный и до настоящего времени недооценивавшийся аспект финансовализации — а именно на ее способность негативно влиять на реальную экономику, посылая неправильные сигналы для макроэкономического управления.

---

<sup>w</sup> Basu and Gavin, “What explains the growth in commodity derivatives?”, p. 46.