

МОНИТОРИНГ МИРОВОГО КРИЗИСА

Откровенно говоря, специалисты по кризисам и циклам находятся в тяжелом конфликте интересов. Научный интерес исследователя «просит» длинного сложного цикла; экономическая история предполагает длинный выход из этого кризиса; предполагаемая смена стационарного режима (или «фазовый переход») также нуждается в потрясении мировой экономики. Но по-человечески хочется психологически помочь всем жертвам кризиса и даже политикам – пообещать скорое восстановление роста.

Спор – является ли переживаемый нами кризис обычным циклическим или уникальным – по существу irrelevant. Очевидно, что он имеет уникальные черты и параметры, но каждый из них сам по себе не находится вне пределов логики рыночной экономики. Именно сочетание параметров делает его уникальным и, как мы писали ранее, системным по своим последствиям¹: Первый послевоенный режим действовал до нефтяного шока и тяжелого кризиса середины 70-х гг. Он характеризовался еще традиционным типом роста по характеру отраслей, восстановлением хозяйства Европы и Японии, доминированием американского цикла и очень низкими ценами на нефть. Напомним, что смена «стационарного режима» происходит в соответствии со сменой условий роста, научно-технического прогресса, ценовых параметров и характера циклических колебаний. Во втором «стационаре» мы видим высокие колебания цен на энергоносители, высокие темпы роста в развивающихся странах (особенно Китай и «азиатские тигры»), но в особенности глобализацию, информатизацию и либерализацию финансовой сферы.

Несколько достижений мировой экономики и лидеров G-20 в ходе уже годового кризиса – удалось предотвратить развитие большой депрессии. Китай устоял и поддержал рынки сырья; усиление госгарантий по депозитам и мягкая национализация спасли банковскую систему ведущих стран; и удалось предотвратить общую протекционистскую войну. С учетом стабилизации баланса на рынке нефти с помощью картеля ОПЕК целый ряд экспортеров сохранил социально-политическую стабильность, экспортеры нефти поддержали импорт товаров. Худшего удалось избежать.

Мы имеем дело с нормальным кризисом рыночной экономики после мощного подъема и обострения дисбалансов. Столь тяжелым его сделали, прежде всего, синхронизация сжатия производства и тяжелейший финансовый шок *до* начала острой стадии промышленной рецессии. Тяжелый кризис регулирования финансовой сферы показал опасности «неконтролируемой» либерализации. Сейчас отступает страх, и снижается вероятность второй волны мирового спада. Это не значит, что в тех или иных секторах экономики или странах не может быть новых ударов или стагнации. Измерение

¹ Л.М. Григорьев, М.Р. Салихов. Мировой финансовый шок – 2008: старт глобального кризиса // Стратегии социально-экономического развития России: влияние кризиса. М.: ИНСОР, 2009.

показателей «к тому же периоду прошлого года» начинает создавать оптимистический фон с осени 2009 г., когда сравнение пошло к уже снизившимся уровням. Исследователи и СМИ должны обращать внимание на то, что рост на «3%» от уровня в 70% – это лишь 2 процентных пункта роста от прежних 100%. Так что оценивать текущий рост надо очень осторожно. И до предкризисных уровней основных показателей еще очень далеко.

Заметная положительная динамика остается пока в области опросных показателей, опережающих индексов, монетарных показателей, фондовых индексов, отчасти восстановления производства автомобилей и экспорта ряда стран. Личное потребление в США, ЕС и России стагнирует, безработица остается высокой – в США еще растет. Резкое падение капиталовложений прошло, и пока избыток мощностей вряд ли потребует оживления инвестиций. Огромные затраты бюджетов на антикризисные меры переносят остроту кризиса в сферу государственных финансов, создают угрозу инфляции в будущем, утяжеляют будущее долговое бремя в условиях роста. Чем тяжелее кризис, тем серьезнее его последствия, как в текущем плане, так и для будущего.

У экспертов уже появился соблазн «опередить конкурентов» и дать описание следующего режима колебаний и типа развития, финансовой архитектуры, региональной и отраслевой композиции роста. Началось соревнование теорий и прогнозов, хотя кризис еще идет, и пока нет ясности с его исходом. Мы полагаем, что реалистическую оценку ожидаемого развития мира можно будет дать довольно скоро, но критически важна исходная точка нового периода – ситуация 2009-2010 годов. Объективные последствия кризиса, поведение населения и бизнеса, политические решения правительств будут формировать новые условия, темпы и параметры развития.

Л. Григорьев,
Президент ИЭФ

Содержание

Основные показатели мировой экономики

Мировая экономика

Строительный сектор: незначительное улучшение	5
Энергоэффективность в России: невозможное возможно?	8
Бразилия: найден рецепт борьбы с кризисом?	11

Товарные рынки

Рынок нефти: кажущееся спокойствие	14
------------------------------------	----

Финансы

Курс рубля: верной ли дорогой?	16
Облигации вместо кредитов: причины и последствия	18

Основные показатели мировой экономики

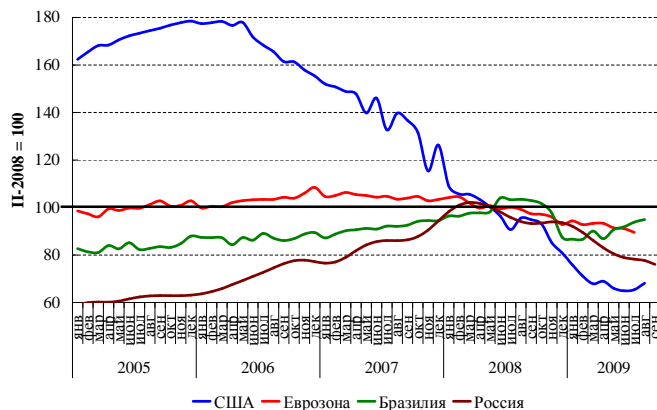
	2007	2008	2009		2009	
			II	III	август	сентябрь
Динамика ВВП, % к соответствующему периоду прошлого года						
США	2,0	1,1	-3,8	-2,4	-1,2	н.д.
ЕС-27	2,9	0,9	-4,8	н.д.	-	-
Великобритания	3,0	0,7	-5,5	-5,2	-	-
Германия	2,6	1,0	-5,8	н.д.	-	-
Франция	2,1	0,7	-2,6	н.д.	-	-
Япония	2,4	-0,7	-6,5	н.д.	-	-
Бразилия	5,7	3,8	-1,2	н.д.	-	-
Россия	8,1	5,6	-10,9	-9,4	-10,5	-8,6
Индия	9,3	7,5	6,0	н.д.	-	-
Китай	13,0	9,0	7,9	8,9	-	-
Динамика промышленного производства, % к соответствующему периоду прошлого года						
США	1,7	-2,2	-12,9	-9,7	-10,4	-6,1
ЕС-27	3,3	-1,4	-16,7	н.д.	-13,9	н.д.
Великобритания	0,4	-2,7	-11,6	н.д.	-10,9	н.д.
Германия	6,2	0,0	-20,5	н.д.	-18,4	н.д.
Франция	1,4	-2,6	-14,7	н.д.	-10,9	н.д.
Япония	2,9	-3,1	-27,8	-19,4	-18,7	-17,4
Бразилия	5,8	2,8	-12,3	н.д.	-7,1	н.д.
Россия	6,3	2,3	-15,3	-11,1	-12,7	-9,6
Индия	9,9	4,4	3,9	н.д.	10,4	н.д.
Китай	15,9	11,5	9,0	12,2	12,3	13,9
Индекс потребительских цен, % к соответствующему периоду прошлого года						
США	2,9	3,8	-1,0	-1,6	-1,5	-1,3
ЕС-27	2,4	3,7	0,9	0,4	0,6	0,3
Великобритания	2,3	3,6	2,1	1,5	1,5	1,1
Германия	2,3	2,6	0,2	-0,4	-0,1	-0,5
Франция	1,5	2,8	-0,2	-0,5	-0,2	-0,4
Япония	0,1	1,4	-1,0	н.д.	-2,2	н.д.
Бразилия	3,6	5,7	5,2	4,4	4,4	4,3
Россия	9,0	14,1	12,5	11,5	11,7	10,8
Индия	6,3	8,3	8,9	н.д.	11,7	н.д.
Китай	4,8	6,3	-1,5	-1,3	-1,2	-0,8
Уровень безработицы, % к экономически активному населению						
США	4,6	5,8	9,3	9,6	9,7	9,8
ЕС-27	7,1	7,0	8,8	н.д.	9,1	н.д.
Великобритания	5,3	5,7	7,7	н.д.	8,0	н.д.
Германия	8,4	7,3	7,7	7,7	7,7	7,6
Франция	8,3	7,8	9,6	н.д.	9,9	н.д.
Япония	3,9	4,0	5,2	н.д.	5,4	н.д.
Бразилия	9,3	7,9	8,6	7,9	8,1	7,7
Россия	6,1	6,4	8,6	7,8	7,8	7,6
Китай (зарегистрированная)	4,1	4,2	4,3	4,3	-	-
Фондовые индексы (на конец периода), пункты						
США (S&P 500)	1 468	903	919	1 057	1 021	1 057
ЕС-27 (Eurostoxx 50)	4 804	2 590	2 516	2 873	2 775	2 873
Великобритания (FTSE 100)	6 457	4 434	4 249	5 134	4 909	5 134
Германия (DAX)	8 067	4 810	4 809	5 675	5 458	5 675
Франция (CAC 40)	5 614	3 218	3 140	3 795	3 654	3 795
Япония (Nikkei 225)	15 308	8 860	9 958	10 133	10 493	10 133
Бразилия (Bovespa)	63 886	37 550	51 465	61 518	56 489	61 518
Россия (RTS)	2 291	632	987	1 255	1 067	1 255
Индия (BSE-500)	8 592	3 597	5 492	6 553	6 045	6 553
Китай (Shanghai Composite)	5 262	1 821	2 959	2 779	2 668	2 779

Источник:

МВФ, Всемирный Банк, национальные статистические комитеты, Bloomberg

I. Строительный сектор: незначительное улучшение

График 1. Динамика объема строительных работ, 2005-2009, II квартал 2008 г. = 100



Источник: ОЭСР, национальные статистические комитеты
Примечание: данные сезонно сглажены

Новости

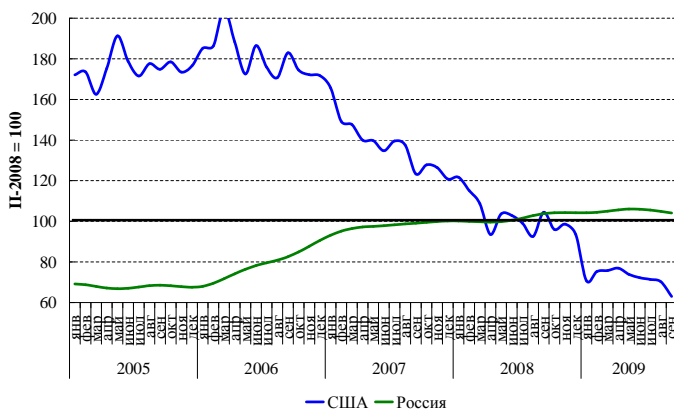
- В США за январь-сентябрь 2009 г. объем строительных работ снизился на 31,5% г/г, в основном из-за сокращения строительства жилой и коммерческой недвижимости.
- По итогам первых 8 месяцев 2009 г. объем строительных работ в Германии снизился всего на 2,2% г/г.
- По оценкам IHS, объем строительных работ в мире в 2009 г. сократится на 4,0%, что станет худшим значением показателя за последние 20 лет (в 2008 г. снижение составило 1,8%).
- В России по итогам первых 9 месяцев 2009 г. объем строительных работ снизился на 18,4% г/г. Ожидается, что по итогам года снижение составит 20%.

Анализ

«Строительство стало одним из первых секторов экономики, зафиксировавших резкое снижение спроса в ходе текущего экономического кризиса. К лету 2009 г. объем строительных работ в США снизился более чем в 3 раза по сравнению с максимумами, зафиксированными в начале 2006 г.»

Строительство наряду с автомобилестроением стало одним из первых секторов экономики, зафиксировавших резкое снижение спроса в ходе текущего экономического кризиса. В развитых странах деловая активность в строительстве начала снижаться еще с середины 2007 г., когда на фоне проблем на ипотечном рынке США резко снизился объем вновь выдаваемых ипотечных кредитов. С лета 2008 г. начали сокращаться инвестиции в коммерческую недвижимость и производственное строительство, что было связано со снижением доступности кредитных ресурсов и сокращением корпоративных прибылей. К лету 2009 г. объем строительных работ в США снизился более чем в 3 раза по сравнению с максимумами начала 2006 г. В странах Еврозоны снижение оказалось гораздо менее существенным – порядка 9-10%, это связано как с более низкой долей жилья и коммерческой недвижимости в общем портфеле заказов, так и с относительно консервативной политикой в отношении жилищного рынка, проводившейся в большинстве стран Еврозоны.

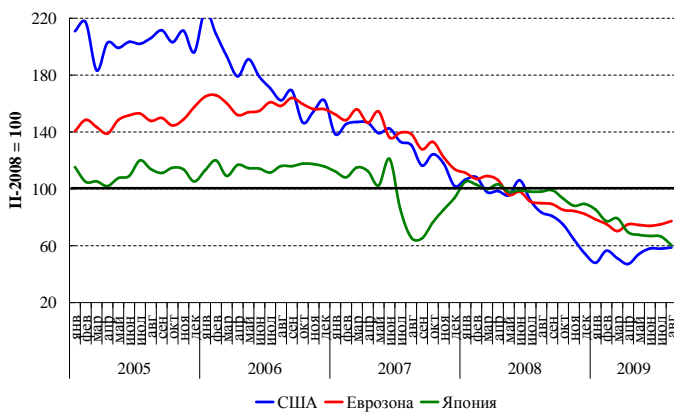
График 2. Строительство жилья, 2005-2009, II квартал 2008 г. = 100



Источник: национальные статистические комитеты
Примечание: данные сезонно сглажены

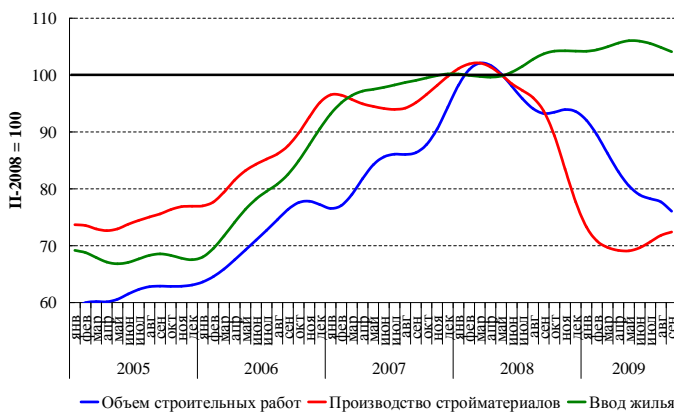
Меньше всего объемы строительства сократились в нефтегазовом комплексе, а также сооружении инфраструктуры (дорожной, электроэнергетической и т.д.), что было связано как с высокими ценами на энергоносители, так и с высокой долей государственного финансирования данного сектора в ряде стран. Помимо этого, значительная часть проектов была начата в 2004-2005 гг. и к началу кризиса находилась в завершающей стадии достройки, что делало их консервацию нецелесообразной.

Текущий кризис станет для отрасли самым

График 3. Разрешения на начало нового строительства, 2005-2009, II квартал 2008 г. = 100


Источник: ОЭСР, национальные статистические комитеты
Примечание: данные сезонно сглажены

«В большинстве развивающихся стран положение строительного сектора оказалось более устойчивым, что было связано с более высокой долей государства на рынке, а также жестким регулированием деятельности компаний»

График 4. Развитие российского строительного сектора, 2005-2009, II квартал 2008 г. = 100


Источник: ФСГС РФ, оценки ИЭФ

Примечание: данные сезонно сглажены

продолжительным и глубоким за всю послевоенную историю. Данные о разрешениях на начало нового строительства показывают, что рост объема строительных работ в США начнется не ранее середины 2010 г. Ожидается, что по итогам 2010 г. сокращение объема строительных работ в США составит порядка 4-5% (против снижения на 20% в 2009 г.), наиболее значительно сократится объем строительства коммерческой недвижимости и производственных объектов. Положительные темпы роста продемонстрируют лишь жилищное (за счет эффекта низкой базы) и инфраструктурное строительство (благодаря программам господдержки). Возврат на докризисный уровень может занять до 10 лет. Сходная, хотя более слабая, ситуация характерна и для многих других развитых стран.

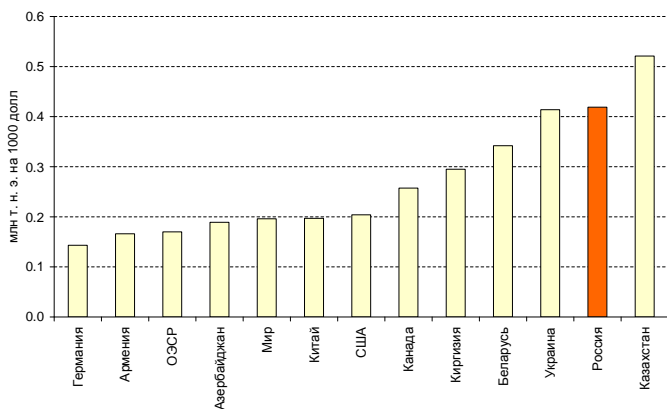
В большинстве развивающихся стран положение строительного сектора оказалось более устойчивым, что было связано с более высокой долей государства на рынке (реализация программ развития инфраструктуры, строительства социального жилья), а также жестким регулированием деятельности компаний. В ключевых развивающихся странах основной упор антикризисных программ был сделан на обновление производственных мощностей, строительство инфраструктуры, социального жилья и т.д., что сделало строительный сектор одним из основных получателей господдержки. Инвестиции в инфраструктурные проекты в Китае за январь-сентябрь 2009 г. выросли более чем на 45% г/г, обеспечив порядка четверти всего прироста капиталовложений. Как результат, объем строительных работ вырос более чем на 35% г/г. Однако основной прирост объемов нового строительства был обеспечен за счет государственных инвестиций. Значительно выросли инвестиции в инфраструктуру и строительство объектов социальной сферы в Индии, однако, по оценкам индийского правительства финансирование более 50% всех проектов отстает от графика.

В России ситуация в строительном комплексе более схожа с положением сектора в развитых странах, — после начала кризиса закладка новых объектов снизилась более чем в 2 раза, были сокращены планы по государственным вложениям в инфраструктуру. Это, а также высокая долговая зависимость российских строительных компаний и докризисный ценовой пузырь привели к значительному сокращению объемов строительства.

2. Энергоэффективность в России: невозможное возможно?

«На протяжении многих лет стоимость энергоресурсов в России была сравнительно низкой и высокая энергоемкость де-факто мало кого волновала...»

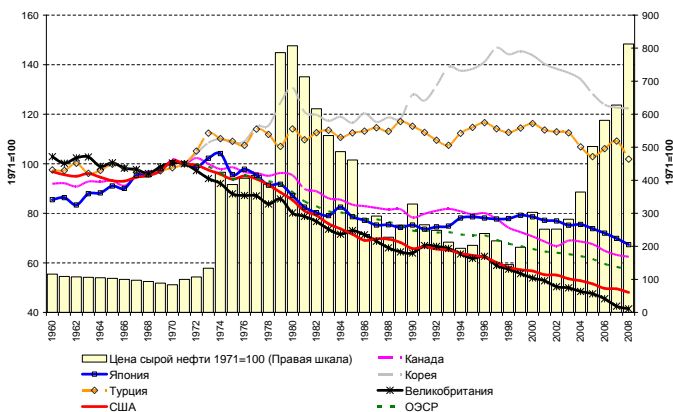
График 5. Энергоемкость отдельных стран мира и России, млн т. н. э. на 1000 долл. ВВП по ППС, 2007 г.



Источник: Международное энергетическое агентство

«Но «ожидаемый рост тарифов в 2010-2012 гг., в частности кумулятивное увеличение стоимости электроэнергии в 1,5 раза, делает задачу эффективного использования энергетических ресурсов весьма актуальной»

График 6. Энергоемкость отдельных стран мира и России, млн т. н. э. на 1000 долл. ВВП по ППС, 2007 г.



Источник: Международное энергетическое агентство, расчеты ИЭФ

Новости

- 23 октября Госдума РФ приняла во втором чтении законопроект «Об энергосбережении и повышении энергетической эффективности и о внесении изменений в отдельные законодательные акты Российской Федерации».
- 1 ноября в правительство должна быть представлена Государственная программа по энергосбережению и повышению энергоэффективности. Программа построена по принципу типовых проектов, реализация которых будет возложена на бизнес.

Анализ

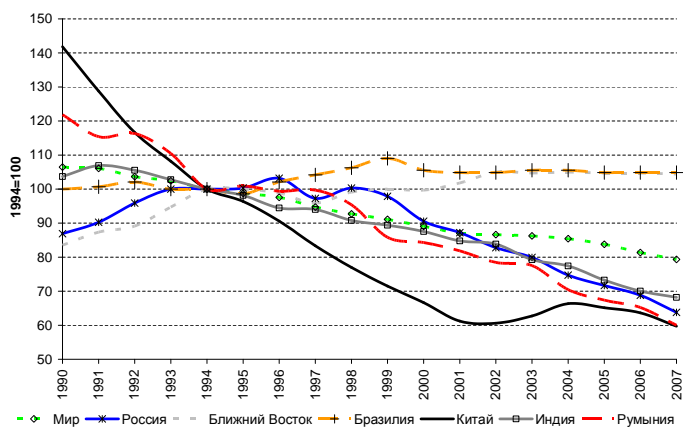
Согласно данным Международного энергетического агентства, энергоёмкость экономики России в 2007 г. составила 0,42 тонны нефтяного эквивалента (т.н.э.) на 1000 долл. ВВП по ППС. Среднемировой уровень энергоёмкости в 2007 г. составил лишь 0,2 т.н.э. на 1000 долл. ВВП по ППС. Таким образом, энергоёмкость России более чем вдвое превышает среднемировой уровень, а по сравнению со странами Западной Европы разрыв зачастую превышает три раза.

Проблема высокой энергоёмкости экономики России известна давно. На различных уровнях предпринимались шаги по снижению энергоёмкости. Одним из элементов государственной политики в этом направлении стало принятие в 1996 г. Федерального закона №28 «Об энергосбережении». Принятый закон носил лишь декларативный характер, но он обозначил основные принципы государственной политики в области энергосбережения.

На протяжении многих лет стоимость энергоресурсов в России была сравнительно низкой и высокая энергоёмкость де-факто мало кого волновала. Последовавший с середины 2000-х гг. бурный рост цен на энергоресурсы стал постепенно размывать это преимущество. Ожидаемый рост тарифов в 2010-2012 гг., в частности, кумулятивное увеличение стоимости электроэнергии в 1,5 раза, делает задачу эффективного использования энергетических ресурсов еще более актуальной.

Недавно необходимость коренных преобразований в вопросе повышения энергоэффективности была поставлена на самом высоком уровне. Президент России охарактеризовал энергоэффективность российских предприятий как неподобающе низкую и в качестве одного из приоритетных векторов развития российской экономики на долгосрочную перспективу определил задачу становления Россией одной из лидирующих стран по

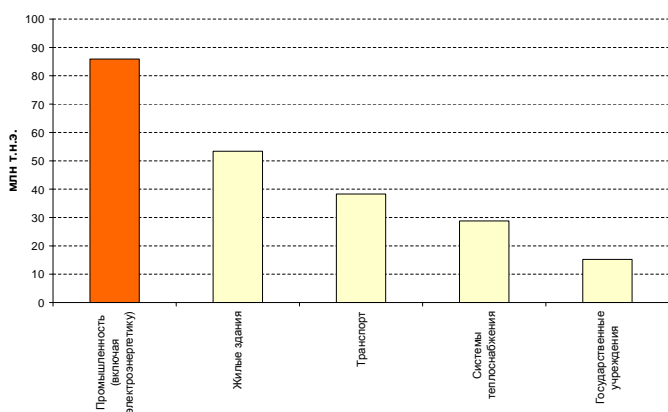
График 7. Динамика энергоемкости отдельных развивающихся стран, 1994=100



Источник: Международное энергетическое агентство, расчеты ИЭФ

«законопроект однобок и концентрируется на конечном энергопотреблении домохозяйств и учреждений. В то же время основной потенциал энергосбережения заложен в потреблении энергии в промышленности и на транспорте. И по этим секторам закон не содержит практически ничего».

График 8. Потенциал снижения энергопотребления в России, млн т.н.э.



Источник: Всемирный банк

эффективности производства, транспортировки и использования энергии («Россия, вперед!», Газета.ру, 10.09.2009). В основном стратегическом документе Правительства России, Концепции долгосрочного развития до 2020 г., поставлена крайне амбициозная цель сокращения энергоемкости российской экономики на 40% по сравнению с 2007 г.

Достижение этой цели связано с двумя основными вопросами – существует ли потенциал энергосбережения, позволяющий добиться столь масштабного сокращения энергоемкости, и может ли эта задача быть реализована за сравнительно короткий срок в 13 лет. Ответ на первый вопрос известен – согласно ряду исследований, экономически обоснованный потенциал сокращения потребления энергоресурсов составляет 45-50%. Но снижение энергоемкости всего за 13 лет на 40%, что означает ежегодное снижение на 3,9%, является крайне амбициозной задачей.

Поддержание таких высоких темпов сокращения энергоемкости на длительном периоде не удавалось практически ни одной стране, за исключением Китая (и ряда постсоветских стран). Средний темп сокращения энергоемкости в период 1971-2008 гг. по странам ОЭСР составлял лишь 1,5%.

Чтобы хоть как-то приблизиться к заявленным целевым параметрам, государственная политика в сфере энергоэффективности должна быть не просто эффективной, она одновременно должна быть и крайне агрессивной. Одним из основных инструментов регулирования и повышения энергоэффективности должен стать новый закон «Об энергосбережении и повышении энергетической эффективности».

Наиболее вероятно, что уже в начале ноября законопроект будет одобрен в третьем чтении и с первого января 2010 г. вступит в силу. Станет ли этот закон тем требуемым эффективным инструментом госполитики? Лишь отчасти. Законопроект является важным шагом, но лишь одним из многих необходимых. Основным его достижением является создание предпосылок для становления бюджетного и государственного сектора образцом энергоэффективности. Также закон послужит развитию системы государственного мониторинга потребления энергоресурсов. Но законопроект однобок и концентрируется на конечном энергопотреблении домохозяйств и учреждений. В то же время основной потенциал энергосбережения заложен в потреблении энергии в промышленности и на транспорте. И по этим секторам закон не содержит практически ничего. Поэтому прорывных изменений ожидать не приходится.

3. Бразилия: найден рецепт борьбы с кризисом?

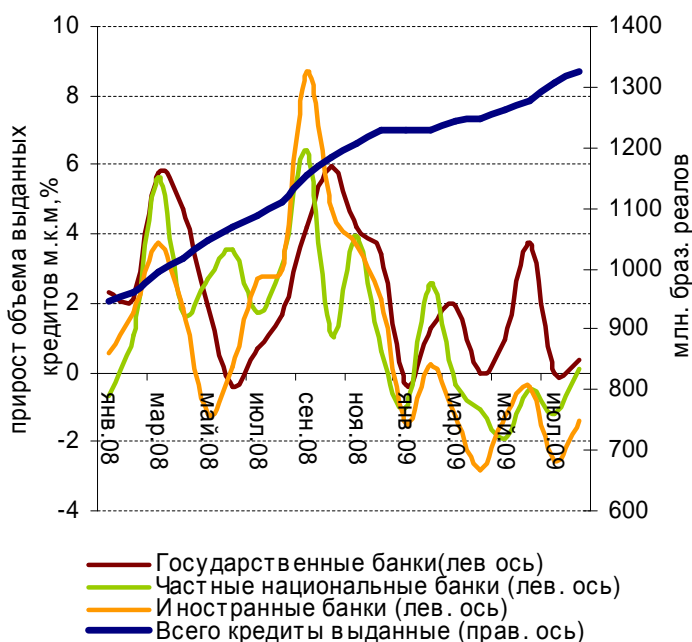
Таблица 1. Изменение основных составляющих ВВП по сравнению с предыдущим кварталом, сезонно сглаженные показатели, %

	IV кв 2008	I кв 2009	II кв 2009
Потребление правительства	0,3	0,8	-0,1
Потребление домохозяйств	-1,4	0,6	2,1
Инвестиции в основной капитал	-9,1	-12,3	0
Экспорт	-4,1	-15,8	14,1
Импорт	-7,0	-12,0	1,5
ВВП по потреблению	-3,4	-1	1,9

Источник: IBGE расчеты ИЭФ

«Во многом автономный характер бразильского экономического развития привел к тому, что оказалось достаточно увеличения инвестиционных расходов правительства, стимулирования спроса домохозяйств и замещения частного кредитования государственным для поддержания ключевых внутренних драйверов роста»

График 9. Основные показатели, характеризующие ситуацию с кредитованием экономики финансовой системой



Источник: Центральный банк Бразилии, расчеты ИЭФ

Новости

- Сезонно сглаженный ВВП во II квартале 2009 года вырос на 1,9% к уровню января-марта того же года.
- Выпуск предприятий обрабатывающей промышленности в постоянных ценах вырос на 2,1% к предыдущему кварталу.
- Потребление домохозяйств в апреле-июле продолжило рост и выросло на 2,1% к предыдущему кварталу.
- По итогам 8 месяцев 2009 года среднемесячный объем выданных кредитов увеличился на 23% г/г.
- По итогам 9 месяцев 2009 года экспорт Бразилии составил 112 млрд долл., что на 35% меньше соответствующего периода прошлого года.

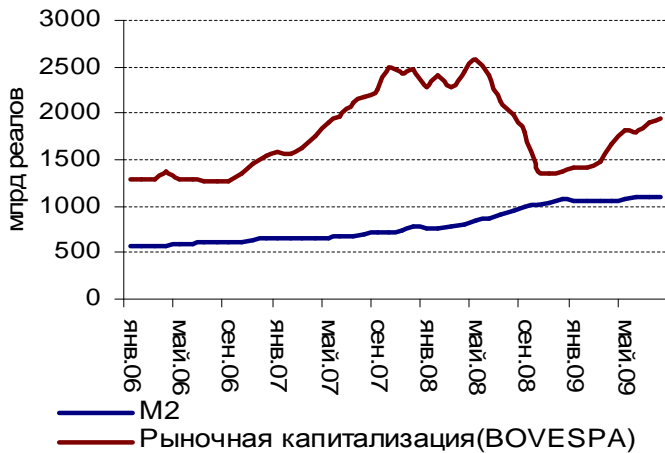
Анализ

Влияние мирового финансового кризиса начало проявляться в Бразилии в 4 квартале 2008 года в виде замедления роста в различных отраслях экономики. В реальном выражении выпуск обрабатывающей промышленности упал на 12,6% г/г за 1 квартал 2009 года и на 9,6% — за второй. Отрицательные темпы прироста объема производства добывающих отраслей (-1,1 и -0,8% в I и II кв. соответственно) были обусловлены падением внешнего спроса на железную руду. Объем инвестиционных расходов снижался как за счет сокращения запасов, так и за счет инвестиций в основной капитал.

Уверенные действия правительства позволили вернуться к положительным темпам прироста основных экономических показателей уже во втором квартале 2009.

Монетарные власти насыщали банковскую систему ликвидностью и пытались поспособствовать возобновлению кредитования реального сектора. Полномасштабное проведение стимулирующей монетарной политики стало возможным, потому как сальдо торгового баланса (за исключением января 2008г.) превышало уровни предыдущих лет, обслуживание небольшого внешнего долга (198 млрд долл. на конец декабря 2008г.) не было тяжелым бременем для экономики, а поток прямых иностранных инвестиций не сокращался. Как следствие, плавная девальвация реала не ограничивала выбор операционных и тактических целей монетарными властями. Центральный Банк Бразилии уменьшил резервные требования и, начиная с ноября 2008 года, планомерно понижал целевую ставку овернайт по резервам

График 10. Соотношение капитализации компаний, котирующихся на фондовой бирже BOVESPA, и денежного агрегата M2

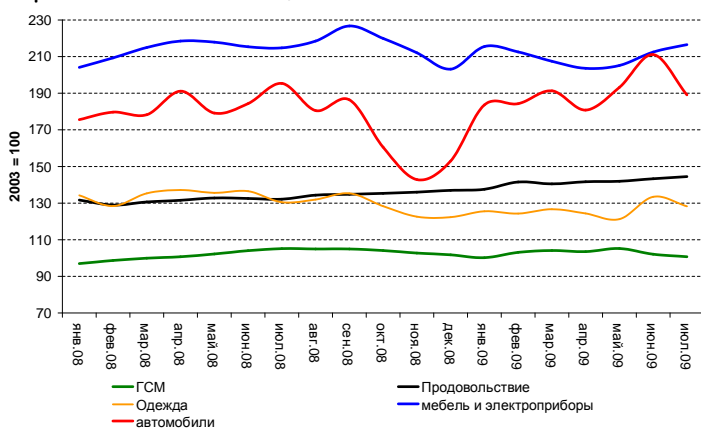


Источник: ЦБ Бразилии, BOVESPA

банков в ЦБ. В результате, базовая процентная ставка упала с ноябрьского пика 13,6% до 8,6% в настоящее время. Кроме того, был создан новый тип кредитования частных банков – под залог кредитного портфеля. В результате, среднемесячное (8 мес) значение M2, характеризующее предложение денег в экономике, выросло на 29% г/г Госбанки под давлением правительства снизили маржу между ставками по кредитам и депозитам, ожидая аналогичного снижения от частных банков. Выросли и объемы займов, предоставляемых госбанками (с начала года их доля в выданных кредитах выросла на 2 п.п.). Как следствие, по сравнению с кризисными максимумами конца 2008 года, к осени 2009 года спред между ставками по кредитам и депозитам снизился на 4,4 п.п.

В части усилий по восстановлению совокупного спроса особенностью бразильских антикризисных мер стал большой объем помощи домохозяйствам в виде снижения ставок налогов на доходы и транспортные средства, запуска программы ипотечного кредитования для госслужащих и увеличение средств, доступных через систему микрокредитования. Результатом предоставления помощи домохозяйствам стало увеличение их конечного потребления в реальном выражении на 3% г/г во втором квартале 2009 г. Наиболее уверенно восстанавливался спрос на автомобили, мебель и бытовую технику.

График 11. Динамика основных компонентов потребления населения, 2008-2009



Источник: ЦБ Бразилии, расчеты ИЭФ

Стараясь сгладить падение совокупного спроса, государство расширяет инвестиции (строительство железной дороги, соединяющей Рио и Сан-Паулу, расширение инвестиций компании Petrobras и реконструкция ключевых портов. В сумме – 62,1 млрд долл. на 2009-2010 гг., что эквивалентно 21% инвестиций в основной капитал в 2008 г.) К осени текущего года Национальный банк содействия экономическому и социальному развитию (BNDES) распределил 41,3 млрд долл. в целях содействия инвестициям, что составляет 83% сумм, выданных за весь прошлый год.

Выделение средств на помощь в развитии компаний идет опережающими темпами. В антикризисной программе правительства этот банк играет одну из центральных ролей, что и выразилось в резком увеличении доступных ему средств (на 43,7 млрд \$ до 75,6 млрд \$ в 2009г.), а также продлении сроков кредитов (для предприятий транспортной сферы) и снижении ставки кредитования с дифференциацией по отраслям.

Для достижения целевого значения профицита

Таблица 2. Вклад различных секторов в рост Бразильской экономики за период 2000-2008 год.

Компонент ВВП	Прирост
Добавленная стоимость всего	31,9%
Из них:	
Предоставление прочих коммунальных, социальных и косвенно измеряемых персональных услуг, образование, здравоохранение, госуправление	8,6%
Финансовый сектор	7,0%
Обрабатывающая промышленность	4,7%
Торговля, рестораны, отели	3,6%
Транспорт, логистика и связь	2,8%
Сельское хозяйство, охота, лесоводство и рыболовство	2,5%
Производство и распределение электроэнергии, газа и воды	1,1%
Добыча полезных ископаемых	0,8%
Строительство	0,8%

Источник: CEPAL, расчеты ИЭФ

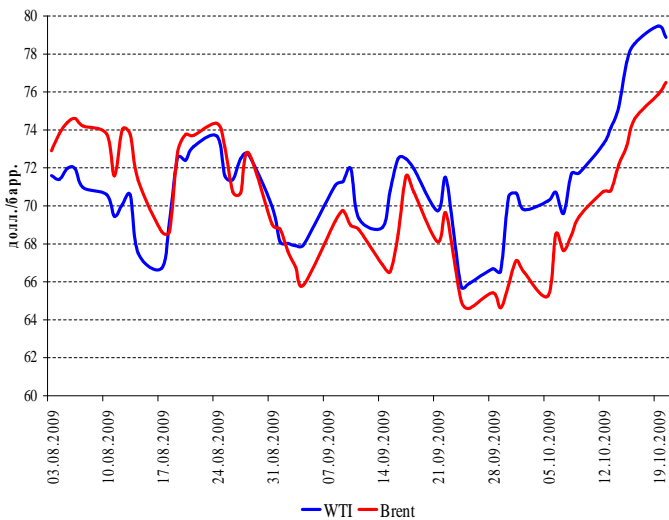
госбюджета на 2009 год в 1,4% ВВП уменьшен объем расходов правительства в области спорта, туризма и на министерство юстиции. Кроме того, повышен акциз на сигареты, и должны быть распроданы активы Национальной Железнодорожной Сети. Каждая из трех упомянутых мер позволит получить до миллиарда долл.

Хотя действия правительства и представляются достаточно своевременными и агрессивными, причины их эффективности стоит искать скорее в соотношении мер господдержки с источниками экономического роста Бразилии в предыдущие годы. Данные Таблицы 2 свидетельствуют о том, что наибольший вклад в экономический рост вносила обрабатывающая промышленность, финансовый сектор и сфера услуг. Чистый экспорт составляет не более 2% ВВП, структура внешней торговли достаточно сбалансирована, в силу чего изменения цен зачастую нивелируют друг друга. Рост бразильской экономики опирался в основном на внутренние источники, и ряд исследований указывает на интенсивный характер развития страны. Относительная автономность бразильского роста вместе с профицитом госбюджета в 1% ВВП по факту исполнения в 2008 г. и значительными резервами иностранной валюты (230,3 млрд долл. на 01.10.09) позволили сохранить уверенность инвесторов в стабильности экономики Бразилии. Как следствие, в первом полугодии 2009 года сохранился приток прямых и портфельных иностранных инвестиций.

В конечном итоге, увеличения инвестиционных расходов правительства, стимулирования спроса домохозяйств и замещения частного кредитования государственным оказалось достаточно для поддержания ключевых внутренних драйверов роста. Девальвация и рост экспорта в отсутствие бегства капитала также способствовали раннему выходу Бразилии из стадии снижения производства.

4. Рынок нефти: кажущееся спокойствие

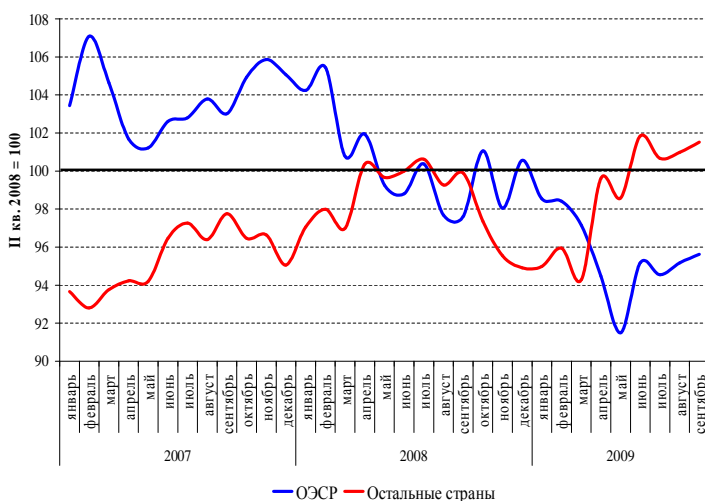
График 12. Динамика цен на нефть, август – октябрь 2009



Источник: Министерство Энергетики США

«Развивающиеся страны к осени преодолели кризисную «яму» потребления нефти, тогда как развитые только прекратили его снижение»

График 13. Динамика потребления нефти ОЭСР и развивающимися странами, 2007 - 2009



Источник: Министерство Энергетики США

Новости

- 21 октября цена на нефть WTI установила очередной годовой максимум, преодолев отметку 80 долл./барр. Последний раз цена находилась на таком уровне в октябре 2008 г.
- 9 октября МЭА вновь, в третий раз подряд, повысило прогноз мирового спроса на нефть в 2009 и 2010 гг.
- 6 октября британская газета «The Independent» опубликовала статью, утверждающую, что Россия, Китай, Япония, Франция и страны Ближнего Востока планируют отказаться от доллара при сделках на рынке нефти. Хотя впоследствии эта информация была опровергнута, она вызвала резкие колебания на валютных рынках.

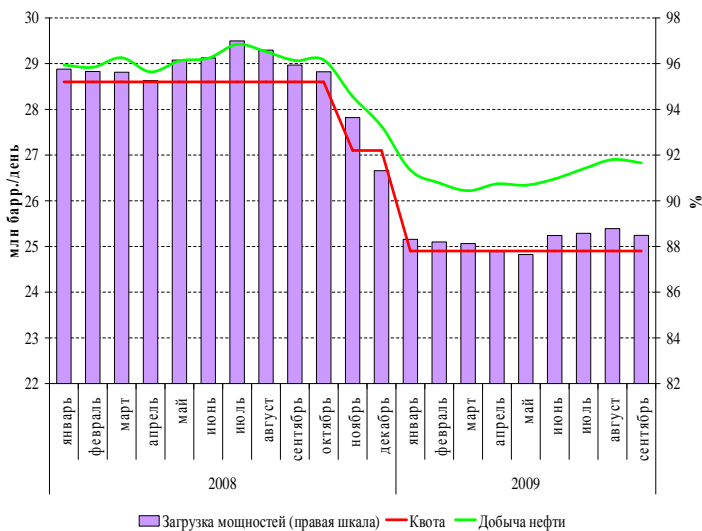
Анализ

В августе-сентябре цена нефти постоянно колебалась около отметки 70 долл./барр., в октябре она начала укрепление на мировых рынках, достигнув психологической отметки 80 долл./барр.

Основной причиной повышения котировок стали благоприятные прогнозы экономического роста. В частности, МВФ в октябрьском обзоре повысил оценки роста мирового ВВП в 2009 и 2010 гг. с -1,4% до -1,1% и с 2,5% до 3,1% соответственно. МЭА и ОПЕК также заявили о начале восстановления мировой экономики.

Рост цены до 80 долл./барр. в последний раз наблюдался осенью 2007 г. при спросе, приближавшемся к 87 млн барр./день, и достаточно сильном дефиците – около 2 млн барр./день. Сегодня ситуация совсем иная: спрос составляет около 84 млн барр./день, и рынок в целом сбалансирован. В августе-сентябре сокращение мирового спроса на нефть относительно аналогичного периода предыдущего года было близко к нулю. Это позволяет говорить о том, что низшая точка (хотя бы на текущем этапе кризиса) пройдена, хотя до возвращения спроса к докризисному уровню еще далеко. Развивающиеся страны к осени преодолели кризисную «яму» потребления нефти, тогда как развитые только прекратили его снижение.

Превышение ценой уровня 80 долл./барр. может представлять определенную угрозу для стабильности нефтяного рынка. Еще в начале 2008 г. стали заметны устойчивые тенденции к сокращению спроса на нефть в развитом мире: как в отдельных секторах и странах (к примеру,

График 14. Динамика сокращения квот и фактической добычи сырой нефти ОПЕК-11, 2008 - 2009


Источник: МЭА, Министерство Энергетики США, ОПЕК, оценки ИЭФ

«ОПЕК приходится лавировать между опасностью замедлить выход из кризиса своих основных потребителей слишком высокими ценами на энергоносители и угрозой обрушить рынок при смягчении ограничений»

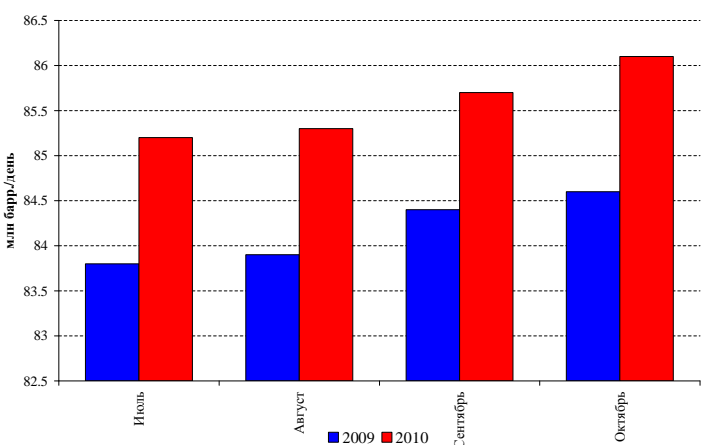
снижение пробега автомобилей в США), так и в целом по группе. Цена, на тот момент составлявшая около 90 долл./барр., стала важным фактором этого процесса.

Несмотря на относительную стабилизацию, регулирование рынка со стороны ОПЕК не теряет важности. 9 – 10 сентября в Вене членами картеля было принято решение оставить квоты на прежнем уровне. Официально это связывалось с неустойчивостью восстановительных процессов, а также низким уровнем спроса. Картелю приходится лавировать между опасностью замедлить выход своих основных потребителей из кризиса слишком высокими ценами на энергоносители и угрозой обрушить рынок при смягчении ограничений. Умеренное превышение квот, которое достигает, по разным оценкам, 1,5 – 2 млн барр./день, т. е. 6-8% их номинального объема, в данной ситуации скорее является балансирующим фактором. Оно позволяет избегать дефицита без подачи нежелательных сигналов на нестабильный рынок. Пока нарушение квот не подрывает доверия к возможностям ОПЕК. В будущем рост разрыва между ограничениями и фактической добычей может заставить добросовестных исполнителей снизить производство сверх нормы. Нагрузка ляжет на арабские страны как на наиболее дисциплинированных членов картеля.

Добыча нефти за пределами ОПЕК в течение последних 6 лет остается в коридоре 50 +/- 0,5 млн барр./день, и в ближайшие год-два предпосылок к ее существенному изменению не видно, так что этот сегмент предложения едва ли серьезно повлияет на конъюнктуру.

Повышение долларовых цен на нефть отчасти связано и со слабостью доллара, опустившегося относительно евро на уровень начала 2008 г. Влияние этого фактора не стоит переоценивать: процесс снижения курса доллара продолжался и в июне – сентябре 2009 г., не приведя к росту цены нефти.

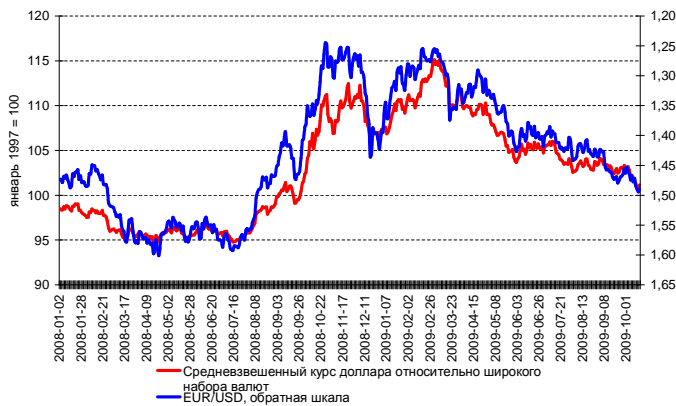
Постепенно набирает ход процесс институционального реформирования рынков нефтяных деривативов. Комиссия по торговле товарными фьючерсами США ввела новые стандарты раскрытия данных, позволяющие более четко разграничить группы игроков. Были осуществлены также шаги по повышению прозрачности внебиржевых операций. Эти меры информационного характера могут стать базой для введения более жесткого регулирования в будущем.

График 15. Прогнозы мирового потребления нефти МЭА на 2009 – 2010 гг., июль – октябрь 2009


Источник: МЭА

5. Курс рубля: верной ли дорогой?

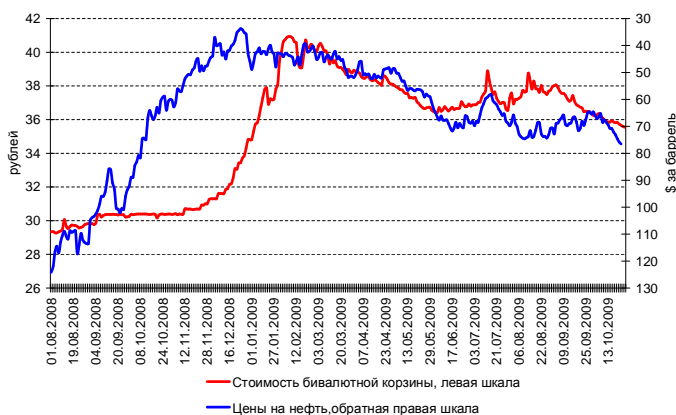
График 16. Динамика курса доллара США, 01.01.2008 – 16.10.2009



Источник: ФРС США

«Банк России в настоящее время придерживается достаточно четкой стратегии следования за нефтяной конъюнктурой»

График 17. Динамика стоимости бивалютной корзины и цен на нефть, 01.08.2008 – 23.10.2009



Источник: Банк России, Министерство энергетики США

Новости

- В конце октября курс доллара по отношению к рублю опустился ниже 29 рублей и вернулся на уровень конца декабря 2008 года.
- 29 сентября Совет директоров Банка России одобрил проект «Основных направлений денежно-кредитной политики на 2010 год и период 2011 и 2012 годов». В документе, в частности говорится: «Банк России видит своей задачей создание условий для реализации модели денежно-кредитной политики на основе инфляционного таргетирования, постепенно сокращая прямое вмешательство в процессы курсообразования».
- 16 октября на совещании по экономическим вопросам В.В. Путин заявил, что «рост курса рубля имеет как свои «плюсы», так и «минусы» для некоторых отраслей производства» и предложил обсудить варианты курсовой политики.

Анализ

Неожиданно сильное укрепление рубля осенью вызвало новой виток дискуссии по поводу оптимальной курсовой политики Банка России в текущих условиях. «Масла подлил» и Премьер-министр страны, предложивший оценить преимущества и недостатки той или иной курсовой политики.

В одном из недавних интервью первый зампред ЦБ А. Улюкаев связал укрепление рубля с экстремальным ослаблением доллара относительно практически всех валют². Но как показывает график 16, курс доллара устойчиво ослаблялся с февраля, а минимальные значения, которые наблюдались в середине прошлого года, еще не достигнуты. Более того, нынешнее ослабление происходит в условиях нулевых процентных ставок в США. Гораздо более важен не глобальный контекст ослабления американской валюты, а рост цен на нефть. Отказавшись год назад от номинального «якоря» по бивалютной корзине, Банк России в настоящее время придерживается достаточно четкой стратегии следования за нефтяной конъюнктурой (График 17). Августовское ослабление рубля было вызвано спекулятивными операциями банков по выводу капитала, а не фундаментальными причинами. В текущей перспективе рубль четко идет за нефтью. Однако возникает естественный вопрос — есть ли иные варианты?

Банк России, ответственный за формирование курсовой политики, давно и настойчиво стремится

Таблица 3. Монетарные режимы в крупнейших странах-экспортерах энергоносителей

Страна	Режим	Доля экспорта, % ВВП	Доля энерг. экспорта, % ВВП
Казахстан	Фиксация к доллару США	52,4	36,1
Катар	Фиксация к доллару США	52,8	48,9
Саудовская Аравия	Фиксация к доллару США	50,0	44,1
Россия	Фиксация к корзине валют	27,9	18,3
Азербайджан	Ползучая привязка	102,9	99,8
Венесуэла	Фиксация к доллару США	26,0	23,1
Оман	Фиксация к доллару США	62,9	48,7
Боливия	Фиксация к доллару США	41,0	21,1
Иран	Фиксация к корзине валют	22,1	18,4
Алжир	Фиксация к корзине валют	44,4	43,7
Нигерия	Монетарная цель	39,5	36,3
Норвегия	Инфляционное таргетирование	37,0	25,0

Источник: МВФ (De Facto Classification of Exchange Rate Regimes and Monetary Policy Frameworks по состоянию на 01.04.2008)

«Переход к чистому режиму инфляционного таргетирования связан с чересчур большими издержками для экономических агентов»

к переходу к плавающему режиму валютной политики. Это предложение в очередной раз прописано в «Направлениях». Похоже, что в настоящий момент у ЦБ имеются возможности перейти от слов к делу. Режим инфляционного таргетирования предполагает публичное озвучивание ЦБ среднесрочных ориентиров по уровню инфляции и принятие на себя обязательств по достижению этого уровня. Основным текущим механизмом перехода к плавающему режиму должно стать постепенное расширение границ бивалютной корзины. Согласно «Направлениям ...» Банк России будет расширять на 5 копеек границы бивалютной корзины на каждые 700 млн. долларов осуществленных валютных интервенций. Проблема заключается в том, что формально озвученные границы бивалютной корзины: 26 рублей «снизу» и 41 рубль «сверху» с лихвой перекрывают возможный диапазон изменения курса.

С другой стороны, существует аргумент, на который давно и часто ссылаются экономисты. Для России, у которой доля сырьевого и волатильного по стоимости экспорта достигает 80%, переход к чистому режиму инфляционного таргетирования связан с чересчур большими издержками для экономических агентов. Большие колебания экспортных цен будут приводить к резким скачкам валютного курса и соответственно резким изменениям в доходности внешнеторговых операций. И экспортеры, и импортеры будут вынуждены хеджировать свои валютные риски, что связано с дополнительными издержками. Эти издержки могут быть достаточно велики для сильно волатильной валюты. Как показывает мировая практика, ни одна из стран с высокой долей экспорта в ВВП и одновременно с высокой долей сырья в экспорте (за исключением Норвегии), не придерживается режима инфляционного таргетирования (Табл. 3).

Теоретически режим инфляционного таргетирования дает ряд преимуществ: в первую очередь, позволяет сосредоточиться монетарным властям на процентной политике. В условиях того или иного валютного «якоря» внутренняя денежно-кредитная политика будет все равно привязана к монетарной политике других стран и связанным с нею колебанием курса иностранных валют «якоря». Переход к режиму инфляционного таргетирования в текущих условиях вызовет более сильное укрепление рубля по сравнению с текущей политикой. Плюсы: некоторое замедление инфляции и снижение процентных ставок.

6. Облигации вместо кредитов: причины и последствия

Таблица 4. Номинальные объемы внешних долговых рынков

Новости

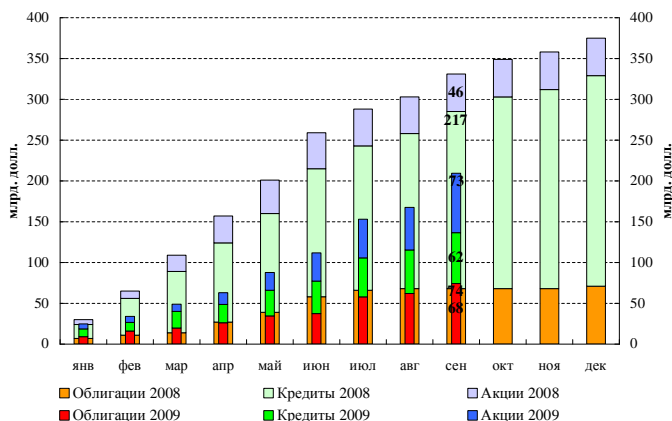
	2007	2008	09-1Н
Банковские кредиты привлеченные, млрд долл.			
<i>Развитые</i>	19 192	17 450	16 925
США	3 860	3 699	3 448
Великобритания	5 001	4 121	3 936
Германия	1 181	1 132	1 152
Франция	1 535	1 385	1 312
Япония	522	540	620
<i>Развивающиеся</i>	1 885	2 006	1 900
Бразилия	95	104	98
Россия	149	161	147
Индия	91	114	105
Китай	131	114	104
Облигационные займы, млрд долл.			
<i>Развитые</i>	19 573	20 793	22 680
США	4 767	5 277	5 850
Великобритания	3 157	3 438	3 695
Германия	2 190	2 148	2 138
Франция	1 416	1 498	1 727
Япония	166	187	170
<i>Развивающиеся</i>	925	910	940
Бразилия	82	76	80
Россия	58	64	64
Индия	29	30	29
Китай	20	22	22

Источник: BIS, расчеты ИЭФ

Примечание: данные на конец периода, по методологии платежного баланса

«Сейчас новые привлечения на долговых рынках происходят не в тех инструментах, которые нравятся заемщику, а в тех, в которые готов вложиться кредитор»

График 18. Приток капитала в развивающиеся страны, накопленным итогом с начала года



Источник: ВБ, расчеты ИЭФ

По данным Dealogic за три квартала 2009 года выпуск новых корпоративных небанковских облигаций в мире (1,3 трлн долл.) впервые превысил объемы средств, полученных нефинансовыми компаниями в качестве кредитов (1,1 трлн долл.).

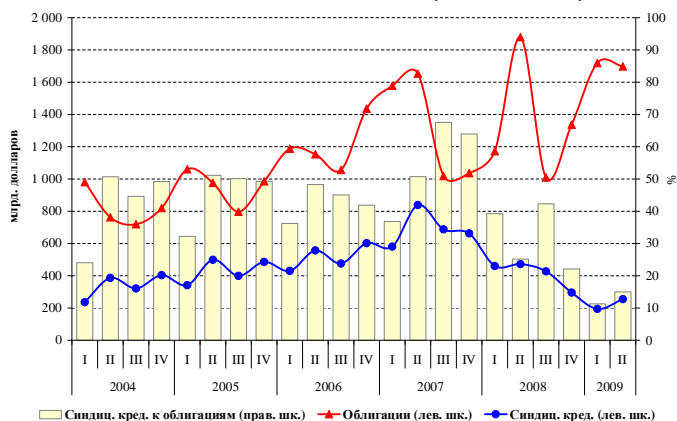
18 сентября на аукционе по выбору организатора облигационного займа города Казани гонорар организатору выпуска упал с 22 млн. руб. до -2 млн. – столько (2 млн. руб.) согласился заплатить Банк Казани за право организовать выпуск бумаг.

Анализ

Закрывание мировых кредитных рынков в IV квартале 2007 года привело к значительным дефицитам заемных средств как на национальных, так и на международных рынках. Кредитное сжатие при этом не было следствием «исчезновения денег» – оно было следствием исчезновения надежных заемщиков и уверенности инвесторов. Последовавшее восстановление деловой активности не стало «симметричным» падению. Пересмотр отношения инвесторов к риску привел к переформатированию структуры долговых рынков – кредиторы стали доверять стандартизированным публичным инструментам в гораздо большей степени, чем всем прочим. Это вылилось в замену кредитных ресурсов облигациями, причем этот процесс принял действительно глобальный характер.

Изменение структуры долговых рынков в кризис – процесс специфический и малоизученный. Огромная масса существующих исследований по оптимальной структуре долга проведена в предположении, что структуру долга (по типам инструментов) определяет заемщик. Но в период восстановления после «кредитного сжатия» эта предпосылка абсолютно иррелевантна. Сейчас новые привлечения на долговых рынках происходят не в тех инструментах, которые нравятся заемщикам, а в тех, в которые готовы вложиться кредиторы. Именно интересы последних диктуют текущие тенденции на долговых рынках, и эти интересы в целом ясны:

- ✓ «жесткие условия» – облигационные займы переговорным процессом невозможно продлить, изменить купонные ставки и периодичность выплат – априорная оценка рисков инвестора становится точнее;
- ✓ «легче продать» – публичные долговые инструменты гораздо более ликвидны,

График 19. Соотношение новых внешних облигационных займов и синдицированных кредитов


Источник: BIS, расчеты ИЭФ

Примечание: облигационные займы (без инструментов денежного рынка) — объявленные за период, синдицированные кредиты — подписанные за период соглашения

«Кризисные программы поддержки ликвидности, введенные финансовыми регуляторами в большинстве стран, создали дополнительный, а порой и просто ажиотажный спрос на стандартные долговые инструменты»

Таблица 5. Новые привлечения на внешних долговых рынках (за период)

	07	08	09-1H
Синдиц. кредиты согласованные, млрд долл.			
<i>Развитые</i>	2 257	1 289	368
США	1 070	527	146
Великобритания	241	174	28
Германия	126	42	31
Франция	168	76	12
Япония	76	46	21
<i>Развивающиеся</i>	442	309	69
Бразилия	23	15	3
Россия	81	57	2
Индия	36	20	8
Китай	18	17	7
Облигационные займы объявленные, млрд долл.			
<i>Развитые</i>	4 520	4 992	3 122
США	1 256	1 283	997
Великобритания	805	1 127	358
Германия	392	453	231
Франция	271	350	320
Япония	14	8	5
<i>Развивающиеся</i>	139	92	79
Бразилия	9	5	6
Россия	13	9	3
Индия	14	2	0
Китай	4	4	1

Источник: BIS, расчеты ИЭФ

нежели различные двусторонние и даже многосторонние соглашения (синдикации), особенно на фоне глубокого пике популярности секьюритизации;

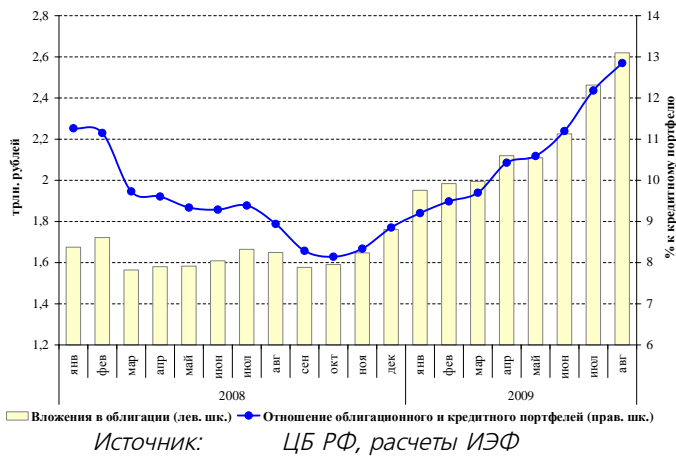
- ✓ «легче заложить» — кризисные программы поддержки ликвидности, введенные финансовыми регуляторами в большинстве стран, создали дополнительный, а порой и просто ажиотажный спрос на стандартные инструменты, под которые можно легко получить «короткие» денежные ресурсы.

Именно под влиянием интересов инвесторов формируются сейчас ставки на долговых рынках, в результате чего публичные займы становятся значительно дешевле всех прочих. Оценить тенденции на внутренних рынках в целом достаточно тяжело, но на внешних рынках процесс замещения кредитных ресурсов облигационными займами носит ярко выраженный характер (по нашим оценкам около 40% глобального долгового рынка приходится на внешние займы). При стагнации мирового рынка внешнего долга на уровне 41-42 трлн долл., доля публичных займов на нем выросла за последние полтора года с 49% до 56%.

Страновые особенности замены кредитных ресурсов публичным долгом упираются в наличие крупных заемщиков. Выпуск облигаций чрезвычайно дорог для небольших, пусть и очень перспективных компаний, поскольку уровень фиксированных затрат на эмиссию долга (flotation costs) для них запретительно высок. Именно поэтому наиболее активно замещение кредитов облигациями происходит в развитых странах, где сконцентрирована основная масса крупных заемщиков. И если в развивающихся странах объем новых облигационных займов на внешних рынках даже упал ниже 100 млрд долл. в 2008 году, то новые внешние займы развитых стран уверенно растут с начала 2000-х и, скорее всего, превысят 5 трлн долл. в 2009 году.

Не стоит, однако, воспринимать активный рост облигационных займов как сигнал «выздоровления» мировой экономики. Он основывается на специфических стимулах инвесторов и перераспределении инвестиционных ресурсов в соответствии с изменившимся отношением к риску. Доверие на долговые рынки еще не вернулось, поскольку оно зависит в первую очередь от истинного финансового положения заемщиков, которое пока достаточно далеко от предкризисных уровней. Сигналом глобального восстановления доверия будет рост новых привлечений ресурсов в рамках двусторонних и синдицированных кредитных соглашений. Пока же внешние кредитные рынки продолжают сжиматься — объемы синдикаций к середине лета 2009 года

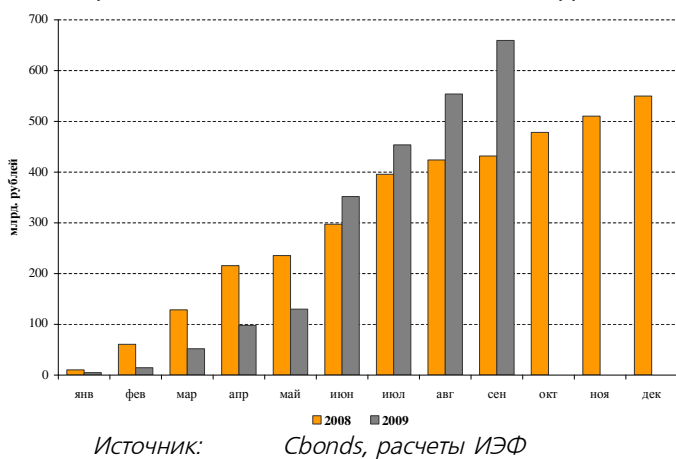
График 20. Соотношение вложений российских банков в облигации и объема выданных кредитов



упали до уровней начала 2004 года.

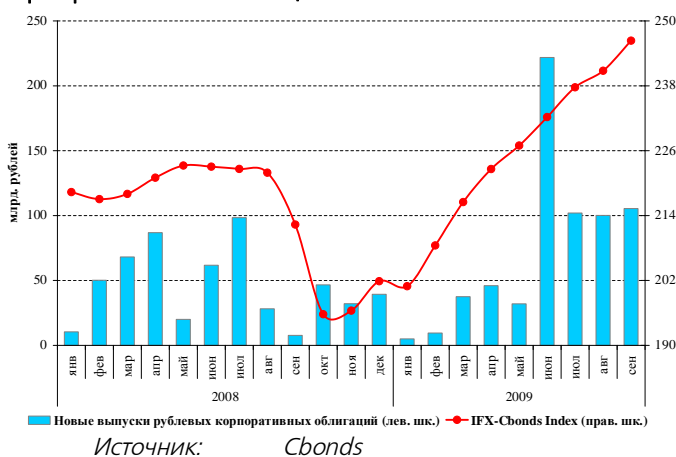
Возможные последствия смещения предпочтений инвесторов в сторону публичных долговых инструментов могут быть очень существенными. Во-первых, доступ к кредитным ресурсам теряют небольшие компании, неспособные нести издержки выпуска облигаций. Относительный рост стоимости заимствования для подобных компаний существенно замедляет выход национальных экономик из кризиса. Во-вторых, сжатие кредитного канала снижает встроенные возможности финансовой системы по мониторингу состояния заемщиков. Банк-кредитор в рамках стандартного двустороннего соглашения осуществляет гораздо более полный и регулярный контроль финансового состояния заемщика, нежели держатель облигаций. Рост доли облигационных займов за счет снижения кредитов в этом случае генерирует значительные моральные риски, и вероятность банкротства заемщика возрастает — этот эффект не раз отмечался в различных прикладных исследованиях.

График 21. Эмиссия рублевых корпоративных облигаций: накопленным итогом с начала года



Все вышесказанное справедливо и в отношении российских рынков заемных средств. На фоне продолжающейся стагнации банковского кредитного портфеля российские эмитенты активно размещают долговые бумаги. Выпуск новых рублевых корпоративных облигаций за три квартала 2009 года превысил объем размещений за весь 2008 год. Четверть этого объема обеспечили летние эмиссии РЖД (40 млрд руб.), Северстали (30), Лукойла (25), АФК Системы, Вымпелкома (по 20), МТС (10), Газпромнефти (8) и Мечела (5).

График 22. Динамика российского рынка корпоративных облигаций



Выпускают публичный долг не только «системообразующие предприятия», неожиданная активность наблюдалась даже на рынке муниципальных облигаций. Ключевым фактором успешности размещения стало включение бумаги в ломбардный список ЦБ. Возможность заложить бумаги на рынке РЕПО стимулировала финансовые компании даже доплачивать эмитенту за право организации выпуска. Искажение стимулов у инвесторов в подобных случаях огромно: оценка бизнеса эмитента имеет второстепенное значение при принятии инвестиционных решений. Априорные риски будущих дефолтов при этом значительно возрастают. Последствия этого могут быть самыми различными: в лучшем случае — просто неудачные вложения для конкретных инвесторов, в худшем — значительный пласт «мусорных» бумаг на рынке и столь нежелательная поддержка «компаний-зомби».

Институт энергетики и финансов

101000, Москва
Архангельский переулоч, д. 6, стр. 1
www.fief.ru
+7 495 787 74 51

Президент
Леонид Григорьев

**Заместитель руководителя экономического
департамента**
Марсель Салихов
m_salihov@fief.ru

Завсектором экономического департамента
Сергей Кондратьев
s_kondratiev@fief.ru

Старший эксперт
Сергей Агибалов
s_agibalov@fief.ru

Младший эксперт
Алексей Иващенко
a_ivaschenko@fief.ru

Младший эксперт
Александр Курдин
a_kurdin@fief.ru

Младший эксперт
Евдокимов Анатолий
a_evdokimov@fief.ru

Institute for Energy and Finance

Arkhangelsky pereulok., 6
Moscow, 101000, Russia
www.fief.ru
+7 495 787 74 51

President
Leonid Grigoriev

Deputy head of economic department
Marcel Salikhov
m_salihov@fief.ru

Head of sector, economic department
Sergei Kondratiev
s_kondratiev@fief.ru

Senior expert
Alexei Ivashchenko
a_ivaschenko@fief.ru

Junior Expert
Alexei Ivashchenko
a_ivaschenko@fief.ru

Junior Expert
Alexander Kurdin
a_kurdin@fief.ru

Junior Expert
Anatoly Evdokimov
a_evdokimov@fief.ru