

МОНИТОРИНГ МИРОВОГО КРИЗИСА

Глобальная рецессия постепенно приобретает вполне узнаваемые черты: замедление роста цен, сокращение капиталовложений, рост безработицы. Уникальность ее старта – тяжелый финансовый шок, предшествующий промышленному спаду – постепенно забывается на фоне серьезных валютных и биржевых потрясений. Сокращение банковского кредитования, продолжение падения биржевых индексов и девальвации – это «нормальные» явления для острой стадии промышленной рецессии. Дно кризиса пока не достигнуто, хотя сама скорость падения дает некоторую (весьма философскую) надежду на то, что может быть достигнуто некоторое равновесие прежде, чем новая волна падения доходов вызовет еще одно падение спроса.

Антикризисные программы запаздывают повсеместно, особенно в «реальном секторе». Бюджетные и расходные процедуры не могут успеть за сжатием спроса и доходов. Иллюзии и надежды на немедленную помощь правительств постепенно иссякают. Кризис дает такую потерю доходов экономических агентов, которая в принципе не может быть перекрыта какой-либо помощью. Для справедливости повторим, что правительствам удалось предотвратить массовые набеги на сберегательные банки и разрушение банковских систем, хотя крайне необычными для 21 века мерами «мягкой национализации».

Промышленный кризис за зимние месяцы нанес тяжелейший удар по автомобильной промышленности, особенно в США – сказался паралич розничного кредита. Падение экспорта автокомпонентов усилило промышленный спад в Японии. Сокращение спроса постепенно расширяет охват пострадавших отраслей и вынуждает к сокращению издержек и инвестиций и росту безработицы.

С конца 2008 г. практически остановился переток капитала из развитых стран в развивающиеся, особенно по операциям с акционерным капиталом, при резком сокращении выданных банковских кредитов и выпусков облигационных займов. Инвестиции обычно сокращаются в ходе рецессий позднее; в этом кризисе падение заказов на оборудование, экспорт машин и оборудования идет быстрее.

Переход спада из потребительских отраслей и строительства в производственное машиностроение станет темой для СМИ в ближайшие кварталы и причиной потрясений на финансовых рынках. Многое будет зависеть от спроса Китая, Индии и нефтеэкспортеров: до какого уровня они снизят импорт оборудования.

Рост безработицы только начинается. Теперь необходимо наблюдать за проблемами, которые постепенно будут возникать в связи с ростом длительной безработицы, региональных очагов концентрации безработицы, роста банкротств фирм и вынужденных

увольнений. Соответственно в мире начнут возрастать требования к правительствам по остановке кризиса и по социальной и промышленной поддержке.

В этом отношении было бы рискованно ожидать слишком многого от встречи «Большой двадцатки» в начале апреля в Лондоне. Любые практические меры не могут иметь немедленного воздействия на банки, фирмы и семьи. В этой стадии спада никто не хочет рисковать, но все пытаются спасти свой бизнес, сбережения. Отказ Старой Европы от помощи новым членам ЕС на 190 миллиардов евро выглядит неизбежным, не было оснований считать эту помощь эффективной против кризиса и оправданной политически на фоне своих домашних проблем.

Можно отметить определенное улучшение подачи кризиса СМИ во всем мире (не только в России): меньше смакования несчастий, больший упор на адаптацию и приспособление, устойчивость банков и политики.

Л. Григорьев,
Президент ИЭФ

Содержание

Основные показатели мировой экономики

Мировая экономика

Кризис в странах-соседях: кому в СНГ жить хорошо 5

Инвестиционная активность: падение в развитии 8

Товарные рынки

Нефть: равновесное дно 10

Финансовый сектор

Валютный рынок: гонка девальваций близка к финишу 12

США: Плохой хороший плохой банк 15

Основные показатели мировой экономики

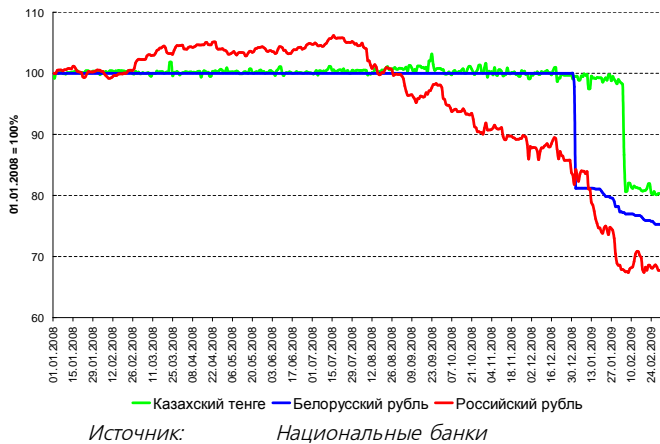
	2007	2008	2008				2009 янв
			I	II	III	IV	
Динамика ВВП, % к соответствующему периоду прошлого года							
США	2,0	1,1	2,5	2,1	0,7	-0,8	-
ЕС-27	2,9	0,9	2,4	1,7	0,7	-1,3	-
Великобритания	3,0	0,7	2,6	1,7	0,2	-1,9	-
Германия	2,6	1,0	2,8	2,0	0,8	-1,6	-
Франция	2,1	0,7	2,1	1,2	0,6	-1,0	-
Япония	2,4	-0,7	1,4	0,6	-0,2	-4,6	-
Бразилия	5,7	3,8	6,0	6,3	6,9	-3,6	-
Россия	8,1	5,6	8,5	7,6	6,2	1,1	-
Индия	9,2	7,4	8,9	7,9	7,5	5,4	-
Китай	13,0	9,0	10,6	10,1	9,0	6,8	-
Динамика промышленного производства, % к соответствующему периоду прошлого года							
США	1,7	-1,8	1,9	0,2	-3,0	-6,1	-10,0
ЕС-27	3,3	-1,4	2,8	0,8	-1,8	-7,2	н.д.
Великобритания	0,4	-2,9	0,4	-1,4	-3,0	-7,7	-9,6
Германия	6,2	0,1	5,1	3,4	0,0	-7,9	н.д.
Франция	1,4	-2,6	1,6	-0,4	-2,2	-9,3	-10,9
Япония	2,9	-3,1	2,6	1,0	-1,8	-14,0	-28,8
Бразилия	5,8	2,8	5,8	6,3	5,9	-6,5	-16,3
Россия	6,3	2,3	5,3	5,5	4,5	-5,9	-13,0
Индия	9,9	4,2	6,9	5,2	4,8	-0,2	-1,2
Китай	15,9	11,5	10,8	15,9	13,0	6,4	н.д.
Индекс потребительских цен, % к соответствующему периоду прошлого года							
США	2,9	3,8	4,1	4,4	5,3	1,6	0,0
ЕС-27	2,4	3,7	3,5	3,9	4,3	2,9	1,7
Великобритания	2,3	3,6	2,4	3,4	4,8	3,9	3,0
Германия	2,3	2,6	2,9	2,9	3,1	1,6	1,0
Франция	1,5	2,8	2,9	3,3	3,3	1,8	0,7
Япония	0,1	1,4	1,0	1,4	2,2	1,0	0,0
Бразилия	3,6	5,7	4,7	5,6	6,3	6,2	5,8
Россия	9,0	14,1	12,8	14,9	14,9	13,7	13,4
Индия	6,3	8,3	6,0	7,4	9,4	10,5	10,7
Китай	4,8	6,3	8,0	7,8	5,3	2,5	1,0
Уровень безработицы, % к экономически активному населению							
США	4,6	5,8	4,9	5,4	6,1	6,9	7,6
ЕС-27	7,1	7,0	6,8	6,9	7,0	7,3	7,6
Великобритания	5,3	5,7	5,1	5,4	5,8	6,3	н.д.
Германия	8,4	7,3	7,6	7,4	7,2	7,2	7,3
Франция	8,3	7,8	7,6	7,7	7,7	8,1	8,3
Япония	3,9	4,0	3,8	4,0	4,0	4,0	4,1
Бразилия	9,3	7,9	8,3	7,8	7,7	7,7	8,7
Россия	6,1	6,4	6,7	5,7	5,9	7,1	8,1
Китай	4,1	4,2	4,0	4,0	4,0	4,6	н.д.
Фондовые индексы (на конец периода), пункты							
США (S&P 500)	1 468	903	1 323	1 280	1 165	903	826
ЕС-27 (Eurostoxx 50)	4 400	2 451	3 628	3 353	3 038	2 451	2 237
Великобритания (FTSE 100)	6 457	4 434	5 702	5 626	4 903	4 434	4 150
Германия (DAX)	8 067	4 810	6 535	6 418	5 831	4 810	4 338
Франция (CAC 40)	5 614	3 218	4 707	4 435	4 032	3 218	2 974
Япония (Nikkei 225)	15 308	8 860	12 526	13 481	11 260	8 860	7 994
Бразилия (Bovespa)	63 886	37 550	60 968	65 018	49 541	37 550	39 301
Россия (RTS)	2 291	632	2 054	2 303	1 212	632	535
Индия (BSE-500)	8 592	3 597	6 157	5 215	4 898	3 597	3 427
Китай (Shanghai Composite)	5 262	1 821	3 473	2 736	2 294	1 821	1 991

Источник:

Источник: МВФ, Всемирный Банк, национальные статистические комитеты, Bloomberg

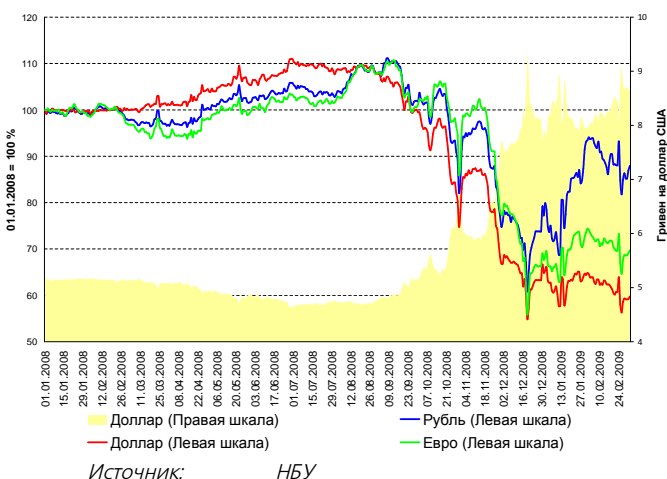
1. Кризис в странах-соседях: кому в СНГ жить хорошо

График 1. Динамика курса казахского тенге, белорусского и российского рубля к доллару, 2008-2009 гг.



«Даже спустя практически два десятилетия после распада СССР и встраивания в мировое разделение труда большинство постсоветских стран сильно зависят от экономических процессов, протекающих в России»

График 2. Динамика курса гривны по отношению к рублю, доллару и евро, 2000-2009 гг.



«...Наиболее драматично складывается ситуация в Украине. По нашей оценке, в четвертом квартале 2008 г. ВВП страны сократился более чем на 10% по отношению к предыдущему году»

Новости

- Нацбанки Беларуси, Казахстана и Армении резко девальвировали национальные валюты. В январе белорусский рубль был одновременно ослаблен по отношению к доллару на 20% и затем НБУ перешел к политике плавной девальвации. Казахский тенге в феврале также одновременно подешевел относительно доллара на 25%.

- В Украине промышленное производство в январе сократилось на 34,1%, а государственный Статкомитет прекратил публиковать ежемесячную оценку динамики ВВП, что вызвало подозрения наблюдателей в резком ухудшении макроэкономического положения в стране. В промышленности Беларуси и Казахстана развиваются негативные тренды.

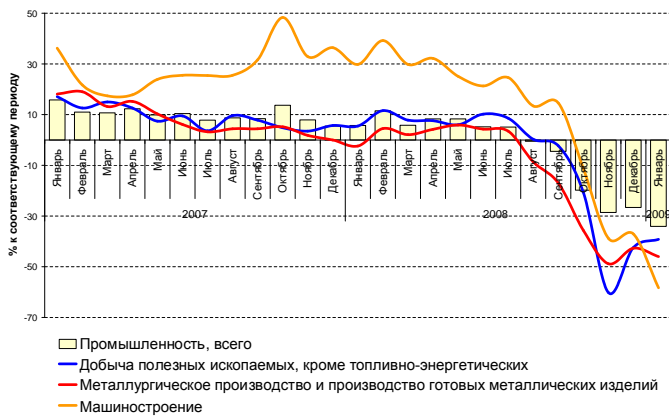
- Россия активно поддерживает страны СНГ. Банк Развития (ВЭБ) открыл кредитную линию в 1 млрд долл. подконтрольному украинскому Проминвестбанку, до 3 млрд долл. ВЭБ предоставит казахскому госфонду «Самрук-Казына».

Анализ

Резкое замедление экономики России в четвертом квартале 2008 г. имело последствия не только для внутреннего рынка. Россия является восьмой крупнейшей экономикой мира (по обменному курсу), и экономики многих соседних стран в значительной мере ориентированы на российский рынок. В период бурного экономического роста в России эта ориентация приносила множество выгод, теперь эта зависимость обращается в неизбежные потери.

Даже спустя практически два десятилетия после распада СССР и встраивания в мировое разделение труда большинство постсоветских стран сильно зависят от экономических процессов, протекающих в России. Механизмы связи различны — одни страны, такие как Украина и Беларусь, зависят от экспорта товаров в Россию, страны Балтии обслуживают транзитные потоки, а бедные центрально-азиатские государства зависят от переводов мигрантов (к примеру, переводы из России составляют 45% ВВП Таджикистана). В 2008 г. переводы физических лиц в страны СНГ, по оценке, составили более 13 млрд долл. (из них практически половина в Узбекистан и Таджикистан). Помимо сокращения спроса на товары и услуги со стороны России, многие государства на постсоветском пространстве

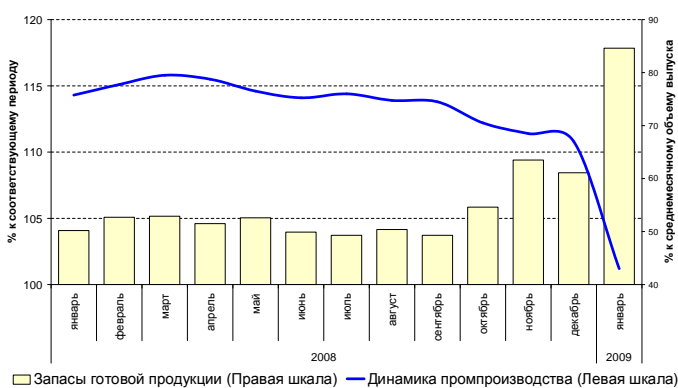
График 3. Динамика промышленного производства Украины по отдельным видам деятельности, 2007-2009 гг.



Источник: Государственный комитет статистики Украины

«Спад в экономике ведет к росту безработицы, только число зарегистрированных безработных в январе выросло на 36% по сравнению с прошлым годом. С началом кризиса более одного миллиона украинцев потеряли работу»

График 4. Динамика промышленного производства и запасов готовой продукции в Беларуси, 2008-2009 гг.



Источник: Статистический комитет Республики Беларусь

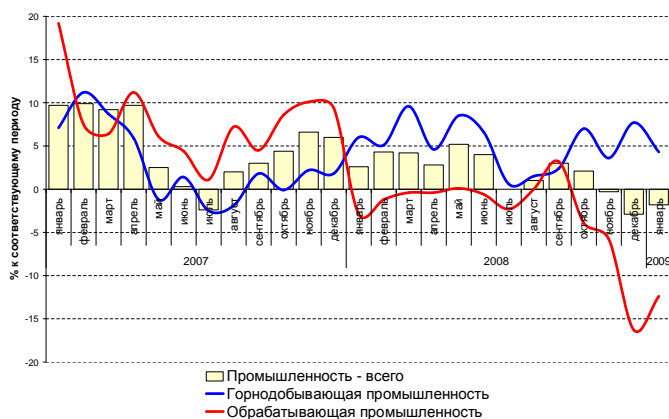
«Правительство Беларуси пытается противостоять разворачивающемуся кризису ростом инвестиций. В январе инвестиции в основной капитал в сопоставимых ценах выросли на 25% (по сравнению с -3% годом ранее)»

страдают и от собственных проблем. Наиболее драматично складывается ситуация в Украине. В четвертом квартале 2008 г. ВВП страны сократился более чем на 10% по отношению к предыдущему году. Столь резкое падение было вызвано обвалом промышленного производства и спадом в строительстве. Падение промышленного производства, первоначально затронувшее только металлургию, распространилось на все сектора. В январе промышленное производство сократилось на 34,1% по отношению к январю прошлого года. Как и в России, в январе практически остановились автомобилестроительные предприятия. В химической промышленности выпуск упал в два раза. Коллапс строительства вызвал более чем двукратное падение выпуска в производстве стройматериалов. Спад в экономике привел к быстрому росту безработицы. Только число зарегистрированных безработных в январе выросло на 36% по сравнению с прошлым годом. Уровень безработицы (по методологии МОТ) достиг 9%.

В Беларуси, многолетнем форпосте стабильности, положение также начинает ухудшаться. Темпы роста ВВП в январе двукратно снизились по сравнению с прошлым годом, но остаются на сравнительно высоком уровне в +4,2%. Темпы промышленного производства резко замедлились до 1,2 %, по сравнению с 14,3% в январе прошлого года. Положительный темп был сохранен за счет роста лишь в трех секторах – нефтепереработке, нефтехимии и пищевой промышленности. В остальных секторах начался спад, в частности в ключевом секторе белорусской промышленности – машиностроении – он составил более 20%. Спад в промышленности обусловлен сокращением экспорта. В декабре экспорт в долларовом выражении упал на 30% по отношению декабря прошлого года (преимущественно из-за падения экспорта в Россию машиностроительной продукции). В январе падение экспорта продолжилось и фактически вся белорусская промышленность работала «на склад». Отношение запасов готовой продукции к среднемесячному объему выпуска возросло до 85% (при обычном уровне в 50%). Наиболее вероятно, что уже в феврале динамика промпроизводства окажется отрицательной. Правительство страны пытается противостоять разворачивающемуся кризису ростом инвестиций. В январе инвестиции в основной капитал в сопоставимых ценах выросли на 25% (по сравнению с -3% годом ранее), из них инвестиции в строительно-монтажные работы возросли на 29%. Поддержкой наращивания инвестиций выступает бюджетный профицит, составивший в 2008 г. 5% ВВП, а также традиционная поддержка со стороны России. В ноябре 2008 г. было одобрено решение о

«Ухудшение положения в самой России может привести к тому, что Беларуси будет сложно осуществить внешние заимствования и расходы придется существенно сократить. Так Россия отклонила запрос Беларуси о новом кредите в 100 млрд рублей»

График 5. Динамика промпроизводства в Казахстане, 2008-2009



Источник: Агентство Республики Казахстан по статистике

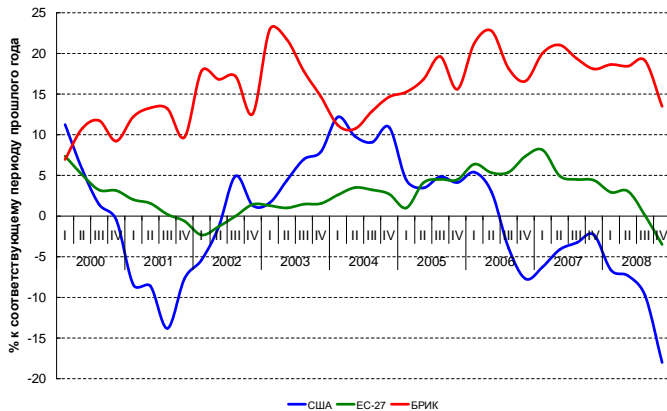
«Девальвация стала шагом в поддержку национальных производителей Казахстана, но усилила риски банковского сектора. Проблемами банковского сектора правительство решило заниматься самостоятельно и накануне девальвации национализировало два крупнейших банка – БТА и Альянс-банка, соответственно первый и четвертый по величине активов»

предоставлении Россией кредита размером в 2 млрд долл. и был осуществлен перевод первого транша в 1 млрд долл. Ухудшение положения в самой России может привести к тому, что Беларуси будет сложно осуществить внешние заимствования и государственные расходы придется существенно сократить. Так Россия отклонила запрос Беларуси о новом кредите в 100 млрд руб., а в феврале белорусские власти не получили второй транш, который Минфин РФ предложил разделить на две части. Некоторую поддержку белорусской экономике окажет девальвация валюты. В начале января курс белорусского рубля по отношению к доллару был одновременно ослаблен на 20%.

В Казахстане, третьей крупнейшей экономике СНГ, национальная валюта также была одновременно девальвирована. 4 февраля Национальный банк ослабил тенге по отношению к доллару на 25%, хотя ранее правительство заявляло, что девальвация будет не более чем на 10%. Нацбанк утверждает, что дальше девальвация не продолжится, но рынок не готов в это верить и в начале марта тенге подвергся спекулятивной атаке. Положение страны определяется состоянием рынка нефти, а улучшений здесь не предвидится. Экспорт составляет 54% ВВП, из которых две трети приходится на сырую нефть, а внешний долг составляет порядка 80% ВВП. Такая комбинация является не лучшей в период роста, а в условиях мировой рецессии несет в себе множество сложностей. Пока последствия умеренные – динамика ВВП по итогу года снизилась до 3%, по сравнению с 8,9% в 2007 г. и двузначными темпами ранее. Низкие цены на сырье подрывают не только экспорт, но и инвестиции в добывающие проекты. Так консорциум, разрабатывающий Карачаганакское месторождение, предложил сдвинуть третью фазу освоения на более поздний срок. В январе добывающий сектор наращивал объемы производства, но, как и в других странах, в Казахстане наблюдается заметное падение обрабатывающей промышленности – в январе спад здесь составил 12,4%, что привело к общему падению промышленного производства на 1,8%. Проблемы казахстанской промышленности последние месяцы усугублялись укреплением тенге относительно рубля, вследствие чего казахская продукция становилась менее конкурентоспособной на российском рынке. Девальвация стала шагом в поддержку национальных производителей, но усилила риски банковского сектора. Проблемами банковского сектора правительство решило заниматься самостоятельно и накануне девальвации национализировало два крупнейших банка – БТА и Альянс-банка, соответственно первый и четвертый по величине активов.

Инвестиционная активность: падение в развитии

График 6. Динамика инвестиций в основной капитал по ведущим странам мира, 2000-2008 гг, % к соответствующему периоду прошлого года



Источник: ОЭСР, Всемирный Банк, национальные статистические комитеты, оценки ИЭФ
Примечание: данные сезонно сглажены

«Основной прирост инвестиций в развитых странах происходил за счет увеличения вложений в недвижимость и сферу услуг при общей стагнации инвестиций в производственный сектор»

Таблица 1. Структура инвестиций в основной капитал по крупнейшим экономикам мира, 2008 г. (оценка)

	США	Китай	Россия
Всего, млрд долл.	2 132	2 117	353
% к итогу			
Сельское хозяйство	1,9	1,5	3,9
ТЭК	10,7	9,5	23,4
Добывающая промышленность	1,7	1,3	1,5
Обрабатывающая промышленность	8,8	31,3	16,5
Строительство	1,8	0,9	2,4
Транспорт	3,7	10,5	21,9
Торговля	7,1	2,1	2,7
Инвестиции в недвижимость	31,3	23,8	9,9
Сфера услуг	32,9	19,1	17,8

Источник: Национальные статистические комитеты
Примечание: данные по США приведены за 2007 г.

Новости

- Инвестиции в основной капитал в США в четвертом квартале 2008 г. снизились на 20% в годовом исчислении, что стало худшим показателем за последние 7 лет.
- В ЕС в четвертом квартале инвестиции снизились более чем на 3%, наибольшее падение инвестиций зафиксировано в некоторых странах Восточной Европы, а также в Испании (-9,3% в четвертом квартале), сильно пострадавшей от спада в строительном секторе.
- Капиталовложения одиннадцати крупнейших публичных энергетических компаний мира в 2008 г. превысили 220 млрд долл., большинство компаний планируют в 2009 г. сохранить объем инвестиций на уровне 2008 г.

Анализ

Недоступность кредитов, резкое снижение спроса, зафиксированные во многих странах в четвертом квартале 2008 г. привели к снижению инвестиций практически во всех крупных развитых странах, резко замедлились темпы роста капиталовложений в развивающихся экономиках.

Спаду 2008 г. предшествовали 6 лет рекордной инвестиционной активности, в наибольшей степени затронувшей крупнейшие развивающиеся страны (БРИК), экспортеров сырья (Австралия, страны ОПЕК). Наиболее быстро в 2001-2008 гг. росли инвестиции в инфраструктурные проекты, энергетику и добывающую промышленность. Инвестиционная пауза в этих отраслях, возникшая в 1990-е гг. из-за распада СССР и появления на мировом рынке значительного объема производственных мощностей, ранее работавших на внутренний рынок соцстран, закончилась. К середине 2000-х гг. были задействованы практически все работоспособные мощности. Несмотря на это ситуация на сырьевых рынках оставалась крайне напряженной, малейший перебой в снабжении вел к резким скачкам цен.

Основной прирост инвестиций в развитых странах происходил за счет увеличения вложений в недвижимость и сферу услуг при общей стагнации инвестиций в производственный сектор. Глобальные же инвестиции в реальный сектор быстро увеличивались благодаря развитию обрабатывающей промышленности в Индии и Китае. В 2008 г. только в Китае инвестиции в развитие обрабатывающей промышленности превысили 660 млрд долл. (сравнимо с суммарными капиталовложениями всей немецкой экономики).

График 7. Динамика инвестиций в добычу нефти и газа рост цен на товары капитального строительства в нефтегазодобыче, 2000-2008

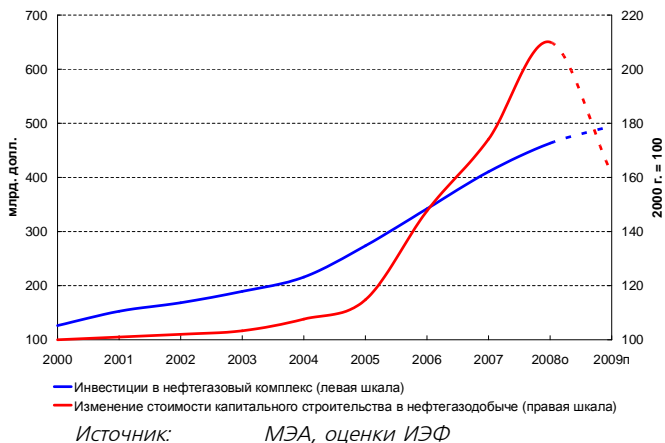


Таблица 2. Капиталовложения по крупнейшим энергетическим компаниям мира, 2001-2009 гг., млрд долл.

	2001	2007	2008о	2009п
Всего	80,0	198,5	227,6	206,7
RoyalDutch/Shell	9,6	24,1	35,1	31,0
PetroChina	7,5	23,9	29,0	27,1
ExxonMobile	12,3	20,9	26,1	24,0
Chevron	12,0	20,0	22,8	22,8
BP	13,2	20,6	21,7	21,0
Газпром	4,3	21,9	21,4	14,3
Petrobras	4,2	23,2	21,3	22,0
Total	9,5	16,1	20,1	19,8
ConocoPhillips	3,0	14,3	15,0	9,5
Petronas	3,5	10,3	11,0	10,8
ONGC	0,8	3,2	4,1	4,3

Источник: Данные компаний, оценки ИЭФ

Таблица 3. Динамика капитальных вложений по некоторым странам мира, 2006-2009 гг., % к предыдущему году

	2006	2007	2008о	2009п
США	1,9	-3,1	-4,9	-4,3
ЕС-27	5,5	4,3	0,6	-5,5
Китай	14,9	14,4	21,0	10,3
РФ	16,7	21,1	9,1	-14,0

Источник: Национальные правительства, Еврокомиссия, оценки ИЭФ

Существенно выросли инвестиции в развитие инфраструктуры, в первую очередь, в трубопроводный транспорт и строительство объектов коммунального хозяйства. Этот процесс затронул не только ключевые развивающиеся страны, где на фоне интенсивного роста городов и индустриализации экономики резко вырос спрос на услуги коммунального комплекса, но и развитые страны, начавшие процесс обновления и модернизации объектов, построенных в 1960-1970-х гг. В результате, за 2005-2008 гг. стоимость строительных работ и оборудования выросла практически в 2 раза.

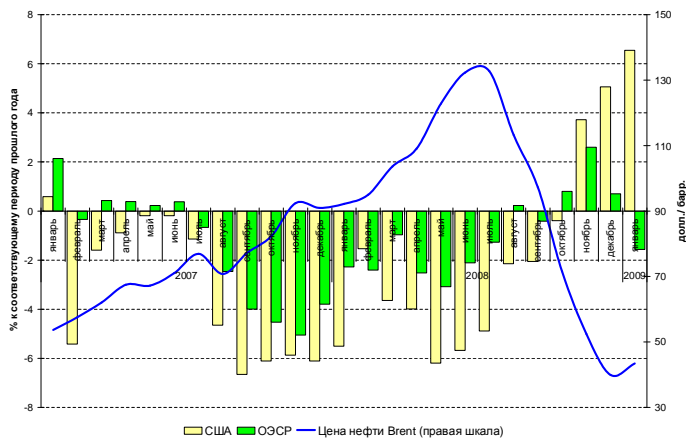
Однако лидером по темпам роста капиталовложений стала энергетика. За 2000-2008 гг. номинальные инвестиции в эту отрасль выросли почти в 4 раза. Несмотря на то, что значительная часть этого прироста пришлась на увеличение цен, в реальном выражении инвестиции удвоились. Наиболее быстро росли инвестиции в энергетику в России и ключевых развивающихся странах (Бразилия, Китай и т.д.). В России в отдельных секторах энергетического комплекса капиталовложения в 2008 г. достигли рекордных уровней советского периода. В отличие от большинства других отраслей мировой экономики наступивший кризис пока слабо отразился на инвестиционных планах крупнейших энергетических компаний. Одиннадцать крупнейших публичных нефтегазовых компаний планируют в 2009 г. вложить в развитие 207 млрд долл. С учетом ожидаемого снижения цен на оборудование и строительные работы это означает, что реальный объем инвестиций мейджоры планируют сохранить на уровне 2008 г.

Нарастить инвестиции планируют крупнейшие и нефтегазовые компании из развивающихся стран. Так, несмотря на падение цен на энергоресурсы, Petrobras планирует нарастить инвестиции в добычу нефти на шельфе, увеличить вложения в электроэнергетику. Резкое снижение инвестиций Газпрома, связано с изменением валютных курсов. В рублевом выражении инвестиции остались на уровне прошлого года при увеличении доли газодобычи в общем объеме вложений. Газпром планирует начать полномасштабное освоение месторождений полуострова Ямал.

Однако в других секторах экономики инвестиционная активность продолжает снижаться, в 2009 г. может произойти резкое падение капиталовложений. Помимо строительного сектора и финансовых услуг, значительно снизятся инвестиции в машиностроении, металлургии, где в последние годы были созданы значительные избыточные мощности.

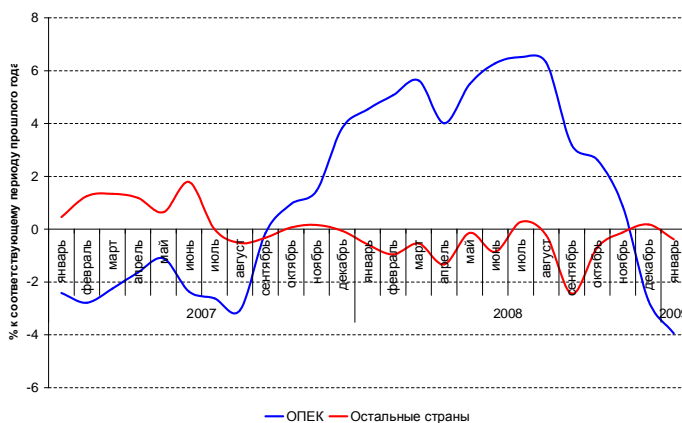
Нефть: равновесное дно

График 8. Динамика запасов нефти и нефтепродуктов в США и ОЭСР, 2007-2009 гг.



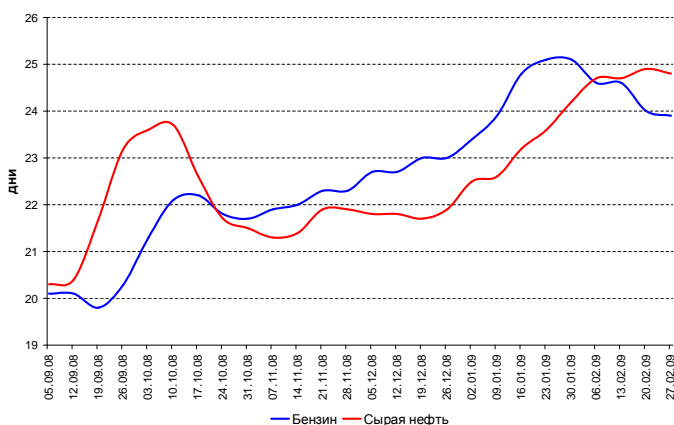
Источник: Министерство энергетики США

График 9. Динамика мирового предложения нефти, 2007-2009 гг.



Источник: Министерство энергетики США

График 10. Динамика запасов бензина и сырой нефти в США в днях потребления, сентябрь 2008 г. – февраль 2009 г.



Источник: Министерство энергетики США

Новости

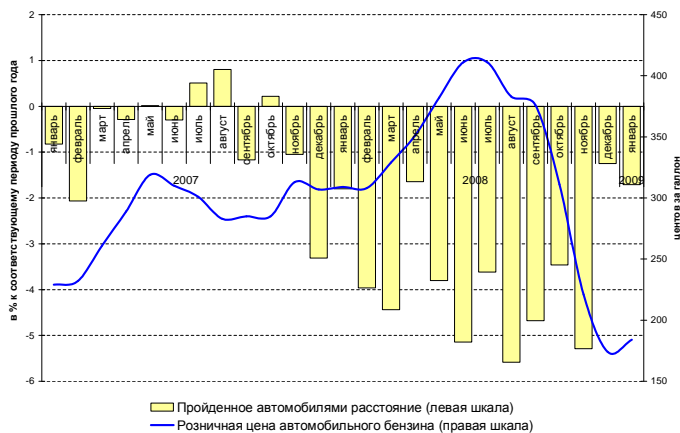
- Впервые за 20 лет МЭА прогнозирует сокращение спроса на нефть в течение двух лет подряд. Потребление первичной энергии в Китае по итогам 2008 г. показало наименьший рост с 2003 г.
- Появился необычный спред между ценами ключевых марок нефти – Brent и WTI.
- Из-за низких цен ОПЕК отложил реализацию 35 инвестиционных проектов.

Анализ

Цены на сырую нефть Brent на лондонской бирже в феврале оставались в коридоре 40-45 долл./барр., давая основания говорить о достижении «дна» после полугодового падения, снизившего цену более чем на 100 долл. Нефть WTI при этом продается с дисконтом до 10%, хотя традиционно цена на техасскую нефть оказывалась несколько выше. Данное явление объясняется особенностями ценообразования: спотовая цена на нью-йоркской бирже определяется ценой в Кашинге, Оклахома – крупнейшем транспортировочном узле нефти из Мексиканского залива к промышленным потребителям в северных штатах. Недостаток мощностей для хранения и переработки нефти вызывает непропорциональный рост запасов нефти в США. Ведущие аналитики рынка соглашаются с тем, что наиболее приемлемой основой для бенчмаркинга сегодня служит нефть Brent, однако сложившаяся ситуация с WTI способна вызвать негативные ожидания на мировых рынках.

Динамика запасов в США с осени 2008 г. вновь стала тесно коррелировать с динамикой мировых цен, отмечается в февральском обзоре ОПЕК. В предыдущие 4 года эта связь была нарушена, что косвенно свидетельствует о росте влияния неценовых факторов, однако в последние месяцы можно говорить о возвращении на спотовые рынки фундаментальных основ ценообразования. В то же время рост запасов по-прежнему стимулируется глубоким контанго на фьючерсных рынках: 3 марта месячные нефтяные фьючерсы на NYMEX котировались в 40,15 долл., годовые – в 50,79 долл. Сокращение мировой торговли и последовавшее падение цен фрахта судов сделало формирование запасов (в танкерах) еще более привлекательным.

После кратковременной стабилизации в декабре 2008 г. падение спроса продолжилось в январе,

График 11. Поездки на автомобилях в США, 2007-2009 гг.


Источник: Министерство энергетики США

«В феврале продажа бензина вновь стала приносить положительную маржу, что косвенно стимулирует спрос на нефть»

Таблица 4. Выполнение квот членами ОПЕК на январь 2009 г.

	Квоты (данные МЭА), млн барр./день	Производство нефти, млн барр./день, январь	Превышение квоты, %
Алжир	1.20	1.27	5.83
Ангола	1.51	1.76	16.56
Венесуэла	2.01	2.18	8.46
Иран	3.33	3.79	13.81
Катар	0.73	0.78	6.85
Кувейт	2.22	2.46	10.81
Ливия	1.47	1.65	12.24
Нигерия	1.70	1.84	8.24
ОАЭ	2.23	2.36	5.83
Саудовская Аравия	8.01	8.10	1.12
Эквадор	0.43	0.48	11.63

Источник: МЭА

достигнув -4,8% (к январю 2008 г.) в странах ОЭСР, в т. ч. -7,5% в Японии. Развивающиеся страны показали рекордно низкий за последние три года прирост потребления нефти в 1%. Китай, несмотря на активную стимулирующую политику, увеличил спрос лишь на 3% к январю прошлого года, что смотрится более чем скромно по сравнению с примерно 7% в течение второй половины 2008 г. Февраль дал возможность вновь говорить о стабилизации в США: если в январе недельные показатели продаж бензина в США были на 3-4% ниже аналогичных показателей прошлого года, то в феврале разница сократилась до 1%, даже несмотря на то, что розничные цены на американский бензин с начала года выросли более чем на 10%. Как следствие, в феврале продажа бензина вновь стала приносить положительную маржу, что косвенно стимулирует спрос на нефть.

Со стороны предложения коррекция обеспечивается преимущественно действиями ОПЕК. Запланированное сокращение на 2,2 млн барр./день с января пока в полной мере не реализовано. По оптимистичным оценкам самого ОПЕК и МЭА в январе оно составило почти 1 млн барр./день, тем не менее, решительность членов картеля вкупе с достаточно успешным выполнением предыдущих сокращений являются ведущим фактором стабилизации мировых цен. Дальнейшие планы по урезанию квот (на встрече ОПЕК 15 марта в Вене) находятся под вопросом.

Суммарное предложение стран, не входящих в ОПЕК, относительно стабильно. Угроза на данный момент исходит от недостаточного инвестирования в добывающую отрасль: согласно некоторым прогнозам, нефтяные компании в 2009 г. могут сократить номинальные капиталовложения на 10-15%. Отчасти это связано со снижением цен на строительные работы и материалы. Однако реальные объемы инвестиций при этом также несколько сократятся. По словам генсека ОПЕК А.С. Эль-Бадри, картель уже отложил реализацию 35 из 150 инвестиционных проектов, в т. ч. многие – до 2013 г.¹ Это привело к пересмотру прогноза доступных нефтедобывающих мощностей МЭА в 2009 г. вниз на 1 млн барр./день.

¹ <http://www.opec.org/opecna/Speeches/2009/ChathamHouse.htm>

Валютный рынок: гонка девальваций близка к финишу

Новости

График 12. Динамика курсов национальных валют к доллару США, на заданную дату, % к 01.08.2008

Страны	Сен 08	Янв 09	Мар 09
<i>Развитые</i>			
<i>Мировые лидеры</i>			
Евросоюз	-5,9	-10,0	-18,8
Великобритания	-8,1	-26,8	-27,7
Япония	-0,7	19,0	10,7
<i>Крупные экспортёры</i>			
Новая Зеландия	-4,5	-20,9	-31,7
Канада	-3,8	1,1	-19,8
Норвегия	-5,0	-26,2	-26,9
Австралия	-9,1	-25,7	-32,2
Южная Африка	-3,9	-21,6	-26,9
Южная Корея	-6,0	-19,1	-33,9
<i>Развивающиеся</i>			
<i>БРИК</i>			
Бразилия	-4,0	-33,3	-33,0
Россия	-4,8	-21,9	-33,8
Индия	-3,3	-13,5	-16,6
Китай	-0,1	-0,5	-0,1
<i>Юго-Восточная Азия</i>			
Тайвань	-2,7	-6,5	-12,2
Сингапур	-3,4	-4,9	-11,6
Таиланд	-2,0	-2,5	-6,6
Малайзия	-2,9	-5,1	-10,9
<i>СНГ</i>			
Украина	-0,2	-40,4	-46,1
Белоруссия	0,0	-2,3	-24,8
Казахстан	0,6	-0,6	-20,1
<i>Латинская Америка</i>			
Мексика	-2,4	-27,1	-34,2
Аргентина	1,5	-11,4	-13,8
Чили	-0,6	-19,6	-13,9
Колумбия	-5,8	-20,9	-29,4

Источник: Bloomberg, расчеты ИЭФ

«...Доллар в очередной раз подтвердил свой статус основной «кризисной» валюты, укрепившись за полгода практически ко всем основным мировым валютам»

- В середине февраля зампред ЦБ А.Улюкаев заявил, что в ближайшие месяцы курс рубля к бивалютной корзине будет находиться в интервале 39-41 руб., а во втором полугодии возможно укрепление рубля. Также было сказано, что ЦБ не намерен понижать процентные ставки, так как ещё не добился полного подавления девальвационных ожиданий.

- Новый министр финансов США Т. Гейтнер 22 января обвинил Китай в манипуляции курсом юаня. Он сообщил, что подобное заявление выражает позицию Барака Обамы относительно валютной политики Китая. В ответ китайский премьер Вэнь Цзябао на форуме в Давосе заявил, что «и Китай и США проиграют, если им не удастся скоординировать усилия по борьбе с финансовым кризисом».

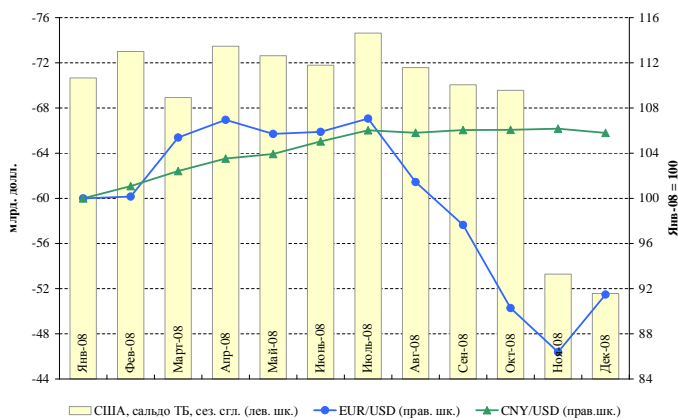
- По результатам встречи министров финансов и центральных банкиров G-7 13-14 февраля в Риме особых заявлений касательно курсов валют сделано не было. В финальной декларации содержится обращение к Китаю с призывом допустить большие колебания юаня, а также беспокойство касательно излишне высокой волатильности основных валют.

Анализ

«Гонка девальваций», начавшаяся на мировом валютном рынке ещё в третьем квартале прошлого года, похоже, близка к завершению. Помимо сугубо протекционистских мотивов, вызвавших резкое ослабление национальных валют, стоит обратить внимание и на встроенные источники подобных колебаний. Фундаментальными «естественными» причинами корректировки курсов национальных валют в течение последних 6 месяцев следует считать резкое снижение цен на мировых сырьевых рынках, вброс ликвидности на национальных рынках (вследствие проблем в банковских системах), а также глобальное бегство инвесторов «в качество». В подобных условиях доллар в очередной раз подтвердил свой статус основной «кризисной» валюты, укрепившись за полгода практически ко всем основным мировым валютам (за исключением иены).

Безусловно, наиболее драматично развивается ситуация вокруг китайского юаня. За последние три года на фоне благоприятной ситуации на мировых сырьевых рынках и неизменно высокого положительного сальдо счёта текущих операций китайская валюта укрепилась более чем на 20% по

График 13. Сальдо торгового баланса США и курсы валют основных торговых партнёров

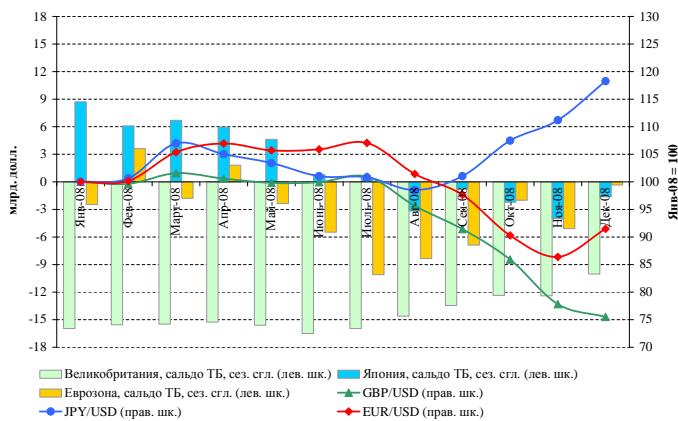


Источник: OECD, расчёты ИЭФ

отношению к доллару. Однако в начале третьего квартала 2008 года Народный Банк Китая приостановил укрепление юаня с целью поддержки экспортоориентированных предприятий. Спустя полгода, на фоне резкого замедления мировой экономики, подобная курсовая политика Китая вызвала поток международной критики. Заявления Тима Гейтнера (см. раздел «Новости») в начале февраля были подкреплены похожими по смыслу обращениями главы МВФ Доминика Строс-Кана. Но подобные обращения в сторону страны с «регулируемым плавающим курсом» и чрезвычайно высокими макроэкономическими рисками в случае падения внешнего спроса остались предсказуемо проигнорированными.

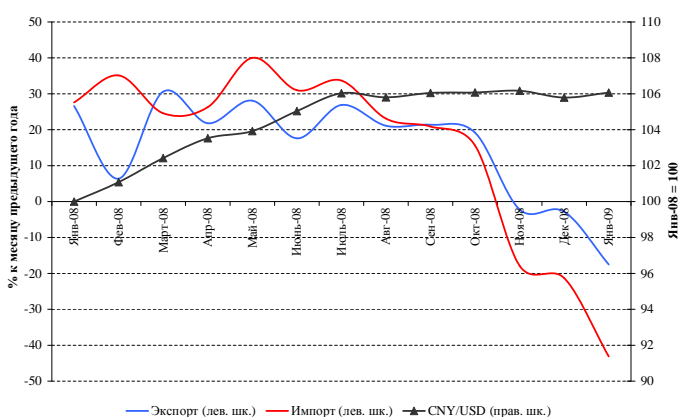
Ситуация с юанем стала приобретать вид анекдотичной, после того как 22 февраля новый госсекретарь США Хиллари Клинтон во время своего турне по азиатским странам поддержала действия Китая, «продолжающего покупать американские казначейские бумаги», что облегчает финансирование плана Обамы. Но дело в том, что Китай покупает госбумаги в той валюте, в которой они номинированы, то есть в долларах США. Народный Банк Китая, покупая доллары (неважно, на внутреннем или внешнем рынке) для последующего приобретения гособлигаций, продаёт юани, что ведёт к относительному увеличению юаней в обращении и понижательному давлению на курс. То есть сейчас для Китая (основного кредитора США) покупка казначейских бумаг США – это инструмент курсовой политики. Тем самым получаем не самую приятную для американских властей развилку: или «спокойное» финансирование плана Обамы через внешние заимствования при низком курсе юаня, либо высокий курс юаня при проблемах с внешними заимствованиями. Представляется, что сами китайские власти выберут первый вариант.

График 14. Еврозона, Великобритания, Япония: торговый баланс и обменные курсы



Источник: OECD.Stat, OANDA, расчёты ИЭФ

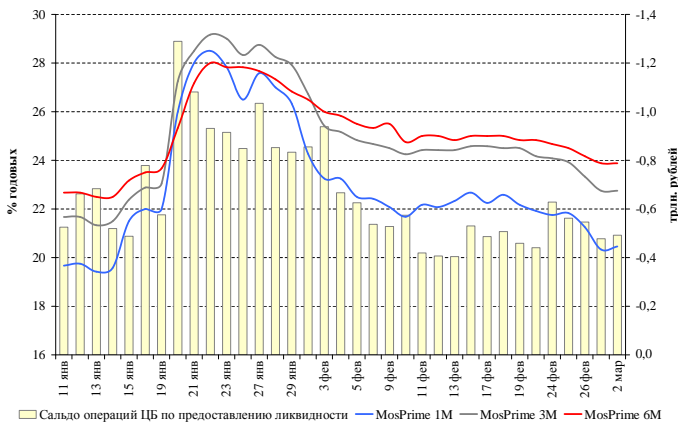
График 15. Китай: динамика экспорта, импорта и обменного курса юаня



Источник: НБК, расчёты ИЭФ

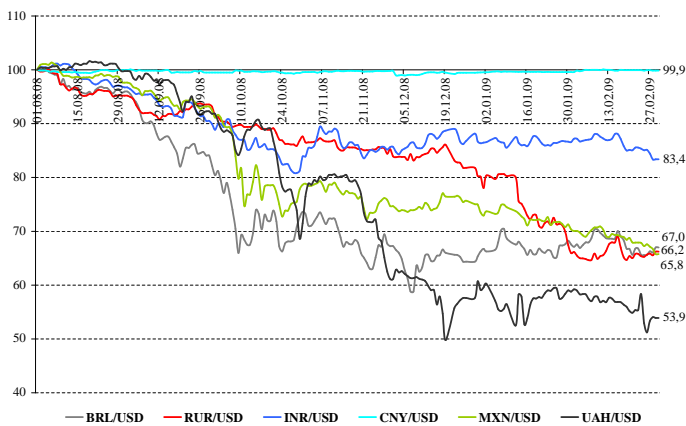
Последней в гонке девальваций пока идёт Япония, что, судя по предварительным данным за январь, уже сказалось на состоянии её торгового баланса. 45%-ное падение экспорта (год к году) при гораздо более сдержанной динамике импорта привело к рекордному снижению сальдо торгового баланса. Однако встроенные стабилизаторы и здесь уже начали работать: относительный рост предложения иены (в том числе по причине низких ставок) привёл почти к 10%-ному её ослаблению за январь-февраль текущего года. Для восстановления предкризисного паритета с долларом иене необходимо ещё одно аналогичное по величине падение – Япония включилась в гонку девальваций с двухквартальной задержкой и немалыми потерями.

График 16. Ставки межбанковского рынка и операции ЦБ РФ по абсорбированию ликвидности



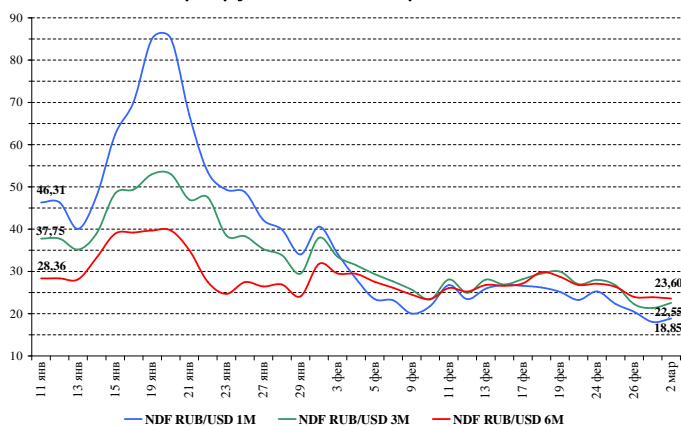
Источник: ЦБ РФ

График 17. Динамика курсов валют развивающихся стран, 01.08.2008 = 100



Источник: OANDA, RBC, расчёты ИЭФ

График 18. Ставки вменённой доходности NDF по паре рубль — доллар США



Источник: Cbonds

Гораздо быстрее скорректировались валюты основных стран — экспортёров сырья, причём как развитых, так и развивающихся. Любопытно, что в этом контексте плавно управляемая российская девальвация «графически» выглядит почти идентично ослаблению валют развитых стран с высокой долей товарного сырьевого экспорта в ВВП. Именно стабилизация цен на сырьевых рынках (в первую очередь на рынке нефти) в последние несколько месяцев позволяет предположить, что мировая «гонка девальваций» близка к завершению.

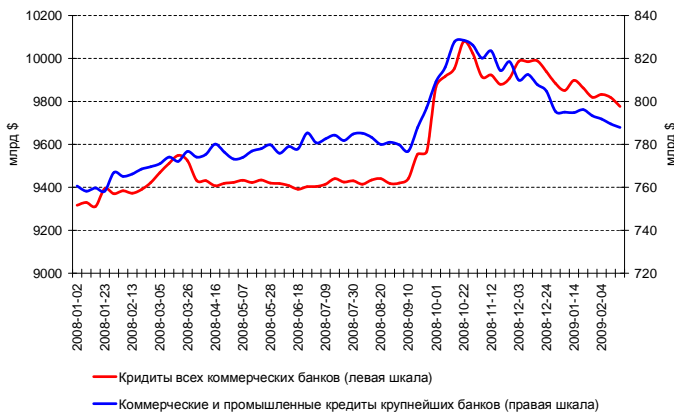
Также благоприятно на амплитуде колебаний валютных курсов должна сказаться относительная стабилизация положения на мировых и локальных финансовых рынках. Большинство Центральные банков развитых стран (за исключением ЕЦБ) относительно давно (более полутора месяцев назад) понизили учётные ставки до предельно низких уровней, в основном решив проблему недостатка ликвидности. Потенциал политики «дешёвых денег» уже в значительной степени исчерпан, что позволяет говорить о снижении чисто монетарного давления на валютные курсы. Основные риски для мировых валютных рынков сейчас сосредоточены в области политических решений о протекционистских мерах и управления госдолгом в развитых странах. Если эти риски не реализуются в ближайшее время, то можно ожидать установления новых квазиравновесных курсов по основным парам валют во втором квартале 2009 года, после публикации данных платёжных балансов за первые несколько месяцев года.

Говоря о курсе рубля, мы должны уделить большее внимание курсовой политике ЦБ, нежели внешним факторам. Жёсткое ограничение ликвидности со стороны ЦБ позволило «сбить» спекулятивный настрой большинства участников валютного рынка. Ставки NDF по паре доллар-рубль и ставки МБК снизились и сблизилась, что позволяет говорить о восстановлении определённого баланса доходностей на российских финансовых рынках. Всё это позволяет надеяться на снижение амплитуды колебаний курсов доллара и евро к рублю в течение ближайшего месяца (пока волатильность выше декабрьской). Однако «квасисвободное» плавание рубля, обещанное ЦБ, оказалось, по факту, довольно жёстко, пусть и косвенно, регулируемым.

США: Плохой хороший плохой банк

Новости

График 19. Динамика выданных кредитов коммерческих банков США, 01.01.2008 – 18.02.2009



Источник: FRED

Примечание: данные сезонно сглажены

- Администрация Обамы объявила о том, что собирается реализовать совместно с частными инвесторами масштабную программу выкупа «плохих» долгов у банков.

- 2 марта 2009 г. американская страховая группа AIG представила финансовые результаты четвертого квартала. Квартальные убытки составили 61,7 млрд долл. – крупнейший убыток в корпоративной истории. За день до выхода отчетности, Казначейство США сообщило о том, что предоставит AIG 30 млрд долл., в дополнение к 150 млрд долл., предоставленным с сентября прошлого года.

- «Кредитное сжатие» в США продолжается в банковской сфере. Общий объем выданных кредитов неуклонно сокращается с ноября прошлого года. Объем выданных кредитов снизился на 300 млрд долл. за последние пять месяцев.

«Степень доверия к тому, что крупнейшие американские банки смогут пережить кризис без помощи государства постепенно сокращается»

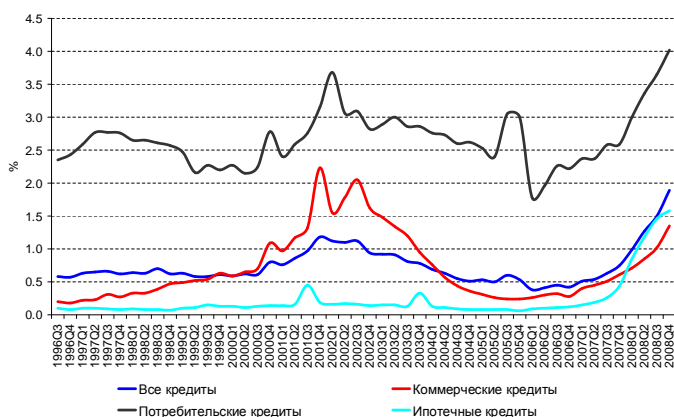
Анализ

Положение в банковской системе США стало объектом всеобщего внимания в последнее время. Администрации нового президента удалось достаточно оперативно принять программу «фискального стимула». По оценкам Congressional Budget Office, принятие этой программы позволит компенсировать до 1,5-4,0% снижения ВВП за период 2009-2010 гг. и позволит создать до 4 млн рабочих мест.

Ситуация же в банковской сфере продолжает ухудшаться. За последний месяц власти были вынуждены в очередной раз (уже четвертый по счету) предоставить экстренное финансирование AIG и увеличить долю государства в капитале Citigroup. Это наиболее проблемные финансовые институты США в настоящее время. Однако и в целом степень уверенности в том, что крупнейшие американские банки смогут пережить кризис без помощи государства, постепенно сокращается.

Это вынуждает новую администрацию как можно скорее предложить программу спасения финансового сектора. И с этим есть большие проблемы. Программа TARP, предложенная экс-министром финансов Г. Полсоном, стала объектом серьезной критики и нуждается в значительной корректировке. Изначально TARP задумывалась как программа выкупа плохих активов. Под плохими активами подразумевались малоликвидные и труднооцениваемые ценные бумаги, обеспеченные

График 20. Уровень просроченной задолженности по банковской системе США, 1996-2008 гг.



Источник: ФРС

Примечание: данные сезонно сглажены

Таблица 5. Основные операции ФРС и Казначейства США в рамках программы TARP

Дата	Название	Выделено, млрд \$	Потрачено, млрд \$
02.03.09	Увеличение капитала AIG	30	0
18.02.09	Программа поддержки ипотечных заемщиков	75	0
10.02.09	Capital assistance programm	н/д	0
10.02.09	Public-private investment fund	н/д	0
16.01.09	Покупка привилегированных акций Bank of America	20	20
16.01.09	Гарантии Казначейства под активы Bank of America	8	0
19.12.08	Кредиты автопроизводителям	25	25
25.11.08	TALF	100	0
23.11.08	Гарантии Казначейства под активы Citigroup	5	0
23.11.08	Покупка привилегированных акций Citigroup	20	20
14.10.08	Покупка привилегированных акций банков	250	197
11.10.08	Покупка привилегированных акций AIG	40	40
	Всего	> 573	302

Источник: BudgetWatch

«Нынешняя же стратегия американских властей максимально направлена на то, чтобы избежать даже использования понятия «национализации» и продолжать фактически не вмешиваться в дела компаний»

активами. Однако за первые две недели октября программа принципиально изменилась и фактически реализовывалась как выкуп дополнительных эмиссий привилегированных акций. В реализованном формате программа практически не накладывала никаких ограничений на использование полученных государственных средств. И банки, получившие уже 300 млрд долл. от государства, сократили кредитный портфель практически на ту же сумму за тот же период.

Предложения нового министра финансов Т. Гейтнера сводятся к организации нескольких инвестиционных фондов, находящихся под управлением частных компаний, которые все-таки начнут выкуп плохих долгов. Предполагается, что эти фонды смогут привлечь и частный капитал. А общий объем выкупа составит до 1 трлн долл.

Первой «ласточкой» такого рода стал фонд под названием Term Asset Backed Lending Facility (TALF), призванный стимулировать потребительское кредитование. Фонд будет предоставлять дешевое фондирование под покупку ценных бумаг, обеспеченных потребительскими кредитами. Хотя TALF был создан еще в ноябре, ни одна сделка до сих пор не была реализована. Ожидается, что первые сделки произойдут уже в марте.

Идея таких инвестиционных фондов сродни широко известной концепции «плохого банка». Согласно этой концепции, плохой банк скупает проблемные активы у банков, при этом его обязательства гарантированы государством. Выкуп активов позволяет улучшить финансовое положение банковской системы и не допустить паники. Одним из успешных примеров реализации концепции считается шведский опыт начала 90-х.

Однако есть серьезные сомнения в том, что эту модель удастся эффективно реализовать при существующем подходе к реструктуризации банковского сектора. Так шведский опыт был реализован в условиях полной национализации проблемных банков. Нынешняя же стратегия американских властей максимально направлена на то, чтобы избежать даже использования понятия «национализации» и продолжать фактически не вмешиваться в дела компаний. К примеру, руководство тех же AIG и Citigroup не было смещено, хотя государство уже является крупнейшим акционером обеих компаний. Что еще более важно — ограничения на использование полученных средств так же минимальны. Такое положение является приложением принципа о том, что «рынок распределяет ресурсы наиболее эффективным образом». Однако в кризисных условиях, эта эффективность в первую очередь касается руководства банков и их существующих акционеров.

Институт энергетики и финансов

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

Президент
Леонид Григорьев

Завсектором экономических исследований
Марсель Салихов
m_salihov@fief.ru

Старший эксперт
Сергей Кондратьев
s_kondratiev@fief.ru

Эксперт
Сергей Агибалов
s_agibalov@fief.ru

Младший эксперт
Алексей Иващенко
a_ivaschenko@fief.ru

Младший эксперт
Александр Курдин
a_kurdin@fief.ru

Institute for Energy and Finance

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

President
Leonid Grigoriev

Head of economic research
Marcel Salikhov
m_salihov@fief.ru

Senior expert
Sergei Kondratiev
s_kondratiev@fief.ru

Expert
Sergei Agibalov
s_agibalov@fief.ru

Junior Expert
Алексей Иващенко
a_ivaschenko@fief.ru

Junior Expert
Александр Курдин
a_kurdin@fief.ru