

МОНИТОРИНГ МИРОВОГО КРИЗИСА

Надежда на восстановление

Год кризиса в промышленности вывел мировую экономику на низкий общий уровень активности, торговли, загрузки мощностей и прибылей. Отсюда падение налоговых доходов и рост антикризисного государственного долгового финансирования. Самая важная проблема теперь – длительность пребывания на этом низком уровне и последствия этого в будущем. Второй квартал 2009 г. – это еще явный кризис с некоторыми «просветами». Третий квартал несет надежду на короткий кризис – шансы на него сохраняются, но оптимистов в общем меньшинство.

История глобальной рецессии 2008-2009 годов довольно удобно располагается во временных отрезках. Хотя промышленная рецессия и ипотечный кризис подкрадывались к мировой экономике еще с 2007 года, пик мировой экономической активности пришелся на 2 квартал 2008 года. От него мы будем впредь отсчитывать динамику основных индексов, особенно в реальном секторе – и другим советуем. Традиционные показатели «к соответствующему периоду прошлого года» становятся просто опасными для анализа, поскольку они будут относиться к уже снизившимся год назад уровням, создавая ненужную иллюзию облегчения спада.

Мировые политические лидеры и средства массовой информации вполне разумно сосредоточились на поисках признаков улучшения ситуации – газеты и телевидение ищут позитив в подъеме фондовых рынков и росте индексов «настроений». Как мы уже отмечали, реальный ход рецессии приобрел довольно традиционные черты колебаний в полосе около достигнутого нижнего уровня. К сожалению, это уровень характеризуется порядком величин в 15-20% падения промышленного выпуска и более четверти стоимостного объема торговли у ряда ведущих стран. Мир оперирует в опасной зоне, в которой восстановление прибыльности большой доли предприятий просто не может произойти без снижения занятости, уровня оплаты труда, а главное – инвестиций. По всем признакам масштаб текущих банкротств в малом бизнесе и дефолтов по банковским и иным займам в США и других странах остается сравнительно низким – фактор времени еще не сработал.

Рост биржевых показателей и показателей заказов и потребительских настроений в различных странах сменяется падениями, что также характерно для этого периода рецессии. Из всех программ поддержки реального бизнеса заработала программа выкупа старых автомобилей в Германии и некоторых других странах. Расчет, естественно,

делается на то, что такие программы «раскатят» спрос и он пойдет дальше сам. Одновременно появляется риск, что покупки новых машин сместятся на время кризиса, но потом будут идти медленнее в фазе восстановления производства.

Одним из признаков устойчивости мировой экономики остается рост в Китае и Индии – идет постепенная переориентация производства с экспорта на внутренний спрос: от строительства до автомобилей. Разумеется, это помогает российскому экспорту металлов и поддерживает спрос и цены на нефть. В общем, сырьевые и энергетические рынки выиграли. Есть некоторое оживление в экспортных заказах для германских фирм. Существует надежда, что общие масштабы мировой рецессии останутся на нынешнем уровне.

Сроки поворота к росту от нижней точки и сроки восстановления прошлого уровня выпуска основных видов товаров, разумеется, не совпадают. Вряд ли мы ожидаем возврата в ближайшие два-три года прежнего уровня выпуска автомашин и всех сопутствующих товаров по цепочке. Можно порадоваться тому, что это приведет к сдвигу в пользу более экономичных машин, но объемы занятости и прибыли останутся серьезной проблемой.

Надо полагать, что темой новых государственных бюджетов, проектов реструктурирования компаний и целых отраслей в мире станет эффективность, повышение производительности при ограничении личных доходов. Переход на новые эффективные технологии в массовом порядке потребует времени, но уже сейчас будет закладываться новый сдвиг от трудоемких к наукоемким технологиям. Объективный конфликт между производительностью труда и занятостью (т.е. социальной стабильностью) будет решаться избирательно с целью ухода от консервации уходящих технологий и систем производства, а население постепенно начнут приучать к новым элементам образа жизни – менее расточительным.

Л. Григорьев,
Президент ИЭФ

Содержание

<i>Основные показатели мировой экономики</i>	4
 <i>Мировая экономика</i>	
Нижняя точка пройдена?	5
Реальный сектор: вставая с колен	8
Мировая торговля: высокий взлет – глубокое падение	13
 <i>Рынок нефти</i>	
147 долларов за баррель: это было недавно, это было давно	17
 <i>Финансы</i>	
Просроченная задолженность: кто больше?	21

Основные показатели мировой экономики

	2007	2008	2008	2009		2009	
			IV	I	II	май	июнь
Динамика ВВП, % к соответствующему периоду прошлого года							
США	2,0	1,1	-0,8	-2,5	-3,6*	-3,0	н.д.
ЕС-27	2,9	0,9	-1,3	-4,4	н.д.	-	-
Великобритания	3,0	0,7	-1,9	-4,9	-5,6	-	-
Германия	2,6	1,0	-1,6	-6,9	н.д.	-	-
Франция	2,1	0,7	-1,0	-3,2	н.д.	-	-
Япония	2,4	-0,7	-4,3	-8,8	-7,5*	-	-
Бразилия	5,7	3,8	1,3	-1,8	н.д.	-	-
Россия	8,1	5,6	1,2	-9,8	-10,4*	-11,0	-10,3
Индия	9,3	7,5	5,8	5,8	н.д.	-	-
Китай	13,0	9,0	6,8	6,1	7,9	-	-
Динамика промышленного производства, % к соответствующему периоду прошлого года							
США	1,7	-2,2	-6,7	-11,6	-13,3	-13,4	-13,6
ЕС-27	3,3	-1,4	-7,2	-16,8	н.д.	-15,9	н.д.
Великобритания	0,4	-2,7	-7,5	-12,2	н.д.	-12,3	н.д.
Германия	6,2	0,0	-7,7	-20,3	н.д.	-18,1	н.д.
Франция	1,4	-2,6	-8,8	-16,0	н.д.	-13,6	н.д.
Япония	2,9	-3,1	-14,0	-34,6	н.д.	-22,5	н.д.
Бразилия	5,8	2,8	-6,5	-13,3	н.д.	-11,3	н.д.
Россия	6,3	2,3	-5,9	-13,1	-14,9	-15,9	-13,0
Индия	9,9	4,4	0,7	-0,2	н.д.	2,7	н.д.
Китай	15,9	11,5	6,4	5,1	9,0	8,9	10,7
Индекс потребительских цен, % к соответствующему периоду прошлого года							
США	2,9	3,8	1,6	-0,2	-1,0	-1,0	-1,2
ЕС-27	2,4	3,7	2,9	1,6	0,9	0,8	0,6
Великобритания	2,3	3,6	3,9	3,0	2,1	2,2	1,8
Германия	2,3	2,6	1,6	0,8	0,2	0,0	0,0
Франция	1,5	2,8	1,8	0,7	-0,2	-0,3	-0,5
Япония	0,1	1,4	1,0	-0,1	н.д.	-1,1	н.д.
Бразилия	3,6	5,7	6,2	5,8	5,2	5,2	4,8
Россия	9,0	14,1	13,7	14,0	12,5	13,8	11,9
Индия	6,3	8,3	10,2	9,4	н.д.	8,6	н.д.
Китай	4,8	6,3	2,5	-0,6	-1,5	-1,4	-1,7
Уровень безработицы, % к экономически активному населению							
США	4,6	5,8	6,9	8,1	9,3	9,4	9,5
ЕС-27	7,1	7,0	7,3	8,1	н.д.	8,9	н.д.
Великобритания	5,3	5,7	6,3	7,1	н.д.	7,8	н.д.
Германия	8,4	7,3	7,1	7,4	7,7	7,7	7,6
Франция	8,3	7,8	8,2	8,6	н.д.	9,3	н.д.
Япония	3,9	4,0	4,4	4,8	н.д.	5,2	н.д.
Бразилия	9,3	7,9	7,3	5,7	н.д.	8,8	н.д.
Россия	6,1	6,4	7,1	9,5	8,6	8,5	8,3
Китай	4,1	4,2	4,2	4,3	н.д.	-	-
Фондовые индексы (на конец периода), пункты							
США (S&P 500)	1 468	903	903	798	919	919	919
ЕС-27 (Eurostoxx 50)	4 804	2 590	2 590	2 054	2 516	2 591	2 516
Великобритания (FTSE 100)	6 457	4 434	4 434	3 926	4 249	4 418	4 249
Германия (DAX)	8 067	4 810	4 810	4 085	4 809	4 941	4 809
Франция (CAC 40)	5 614	3 218	3 218	2 807	3 140	3 278	3 140
Япония (Nikkei 225)	15 308	8 860	8 860	8 110	9 958	9 523	9 958
Бразилия (Bovespa)	63 886	37 550	37 550	40 926	51 465	53 198	51 465
Россия (RTS)	2 291	632	632	690	987	1 088	987
Индия (BSE-500)	8 592	3 597	3 597	3 524	5 492	5 520	5 492
Китай (Shanghai Composite)	5 262	1 821	1 821	2 373	2 959	2 633	2 959

I. Мировая экономика: нижняя точка пройдена?

Новости

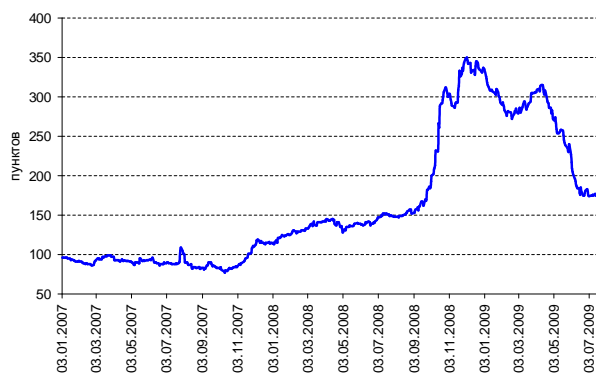
- МВФ пересмотрел прогноз по перспективам глобальной экономики. МВФ ожидает, что мировая экономика сократится на 1,4% (в апреле ожидалась падение на 1,5%) в 2009 году, но в следующем году вырастет на 2,5% (в апреле ожидался рост на 1,9%). Ожидается, что рост в Китае составит 7,5% в 2009 (2010 – 8,5%), в Индии – 5,4% (2010 – 6,5%). Без Китая и Индии рост в развивающихся странах составит соответственно -1,5% и 2,7%.
- ОЭСР пересмотрел свой прогноз. В июньском прогнозе организации ожидается снижение ВВП в странах ОЭСР на 4,1% по сравнению с падением на 4,3%, ожидавшимся в мае. На 2010 год прогнозируется рост на 0,7%.
- По предварительным оценкам Министерства экономического развития, ВВП России сократился в первом полугодии на 10,1% по сравнению с соответствующим периодом прошлого года. На весь 2009 год МЭР ожидает падения на 8,0-8,5%.

Анализ

Знаменитые «зеленые ростки» ("green shoots"), которые глава ФРС Бен Бернанке нашел еще в марте этого года, к середине лета должны были уже дать первые всходы. И действительно, если первые положительные признаки стабилизации в мировой экономике основывались на индикаторах ожиданий населения и бизнеса и результатах беспрецедентных мер монетарного ослабления, то к июлю эта стабилизация стала приобретать несколько более зримые черты.

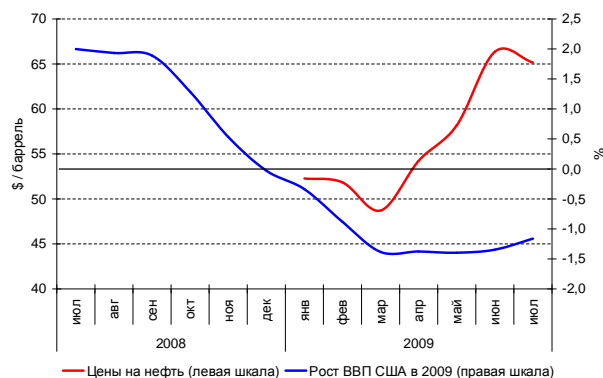
Основные причины роста оптимизма, который немедленно отразились в подъеме на фондовых и сырьевых рынках и, основываются на нескольких простых рассуждениях. Во-первых, произошло существенное улучшение условий функционирования финансовых рынков. Большая часть спредов, отражающая те или иные риски, сильно понизилась. Если это и не предкризисный уровень, то во многих случаях его можно определить как «до Lehman Brothers». К примеру, спреды корпоративных облигаций инвестиционного уровня (Ваа) к облигациям наиболее высокой надежности снизились практически на 200 базисных пунктов.

График 1. Спред корпоративных облигаций Ваа (к облигациям ААА), 2007-2009



Источник: Moody's

График 2. Эволюция консенсус-прогнозов по нефти и росту экономики США, июль 08 – июль 09



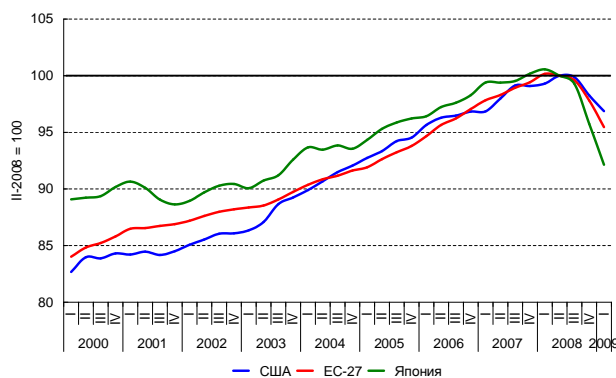
Источник: WSJ

Нулевые процентные ставки в развитом мире и низкие в развивающемся также начинают играть свою роль. Улучшение работы финансового сектора должно положительно сказываться на отраслях инвестиционного спроса, как со стороны бизнеса, так и со стороны домохозяйств. Именно в инвестиционных секторах стран с высокой долей экспорта (Япония, Германия, Корея и другие) наблюдался наиболее сильный спад в конце 2008 года. Во-вторых, начинает сказываться ряд мер государственной поддержки. Наибольший интерес общественности вызывают программа массивованных инвестиций и кредитной накачки в

Китае и европейские программы субсидирования покупок новых автомобилей. Подобная программа («cash for clunkers») должна заработать до конца года и в США. Основные расходы бюджета по программе фискального стимула, принятого в начале года, также придутся на начало нового финансового года, начинающегося с сентября 2009. И наконец *в-третьих*, сохраняется автономный экономический рост в крупнейших развивающихся экономиках – Китае и Индии. Во втором квартале ВВП Китая вырос на 7,9% по сравнению с 6,1% в первом квартале. Более замкнутая экономика Индии также сохраняет положительные темпы роста.

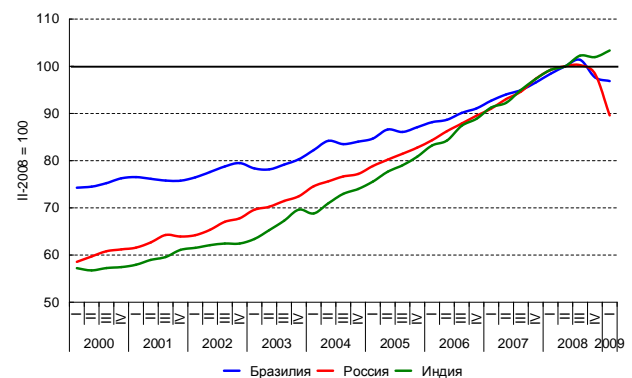
Как уже говорилось, эта небольшая толика оптимизма вызвала достаточно сильное восстановление фондовых рынков развивающихся стран и рынков сырья. Именно эти компоненты являются, как правило, наиболее чувствительными к фазе экономического цикла. Определенная смена в настроениях наблюдается и со стороны международных организаций. К примеру, две недели назад МВФ обновил свой мировой макроэкономический прогноз (до этого последний прогноз датировался маем). В обновленном прогнозе МВФ незначительно понизил оценку по росту мирового ВВП на 2009 год, но сильно пересмотрел в сторону увеличения прогноз на 2010 год (с 1,9% до 2,5%). Консенсус-прогноз Wall Street Journal по динамике американского ВВП в 2009 году в последние месяцы стал смещаться в сторону улучшения (График 2). В некоторых случаях эксперты начали говорить о возможности быстрого восстановления американской экономики.

График 3. Динамика ВВП крупнейших развитых стран, 2000-2009



Источник: Национальные статистические комитеты, Всемирный Банк

График 4. Динамика ВВП некоторых развивающихся стран, 2000 –2009



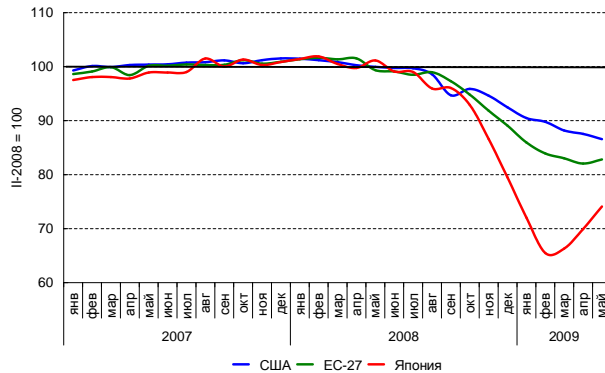
Источник: Министерство Энергетики США

Признаки стабилизации и оживления наблюдаются во многих секторах. Однако, на наш взгляд, при анализе соответствующих макроэкономических показателей необходимо использовать корректные сопоставления. В большинстве случаев наступившая стабилизация означает приостановку падения на экстремально низких уровнях. В целом, высший пик мировой экономики пришелся на второй квартал 2008 года, именно в этот период были достигнуты максимальные показатели. Третий квартал показал ухудшение, после которого последовал быстрый обвал на протяжении еще следующих трех кварталов. С точки зрения анализа это означает, что необходимо ориентироваться в первую очередь на снижение цепных индексов от пиковых уровней, а не на традиционное сопоставление «к соответствующему периоду прошлого года» (см. графики 5-6). После практически года острой фазы кризиса сравнение с показателями годовой давности автоматически покажет улучшение.

Американская экономика, крупнейшая в мире, находится в состоянии рецессии с декабря 2007 года. Таким образом, июль – девятнадцатый месяц рецессии, что уже делает ее наиболее длительной за послевоенный период. По мере того как рецессия становится длиннее, это естественным образом увеличивает *вероятность* выхода из нее, так как рано или поздно любая рецессия заканчивается. С точки зрения макроэкономических моделей сильное отклонение от долгосрочных средних уровней означает повышение вероятности возврата к ним.

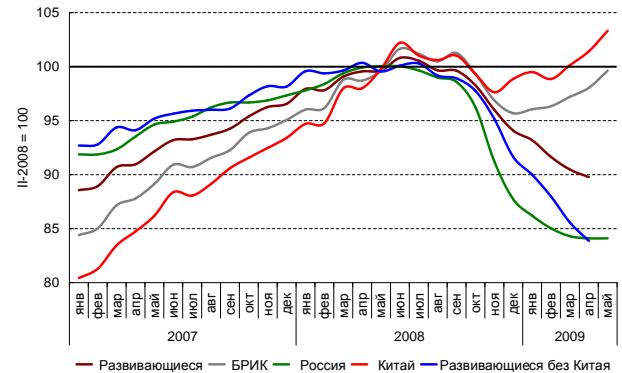
К сожалению, даже выход из рецессии не означает возобновление уверенного роста мировой экономики. Остановка падения означает стабилизацию на уровнях в 15-25% от пиковых значений второй половины 2008 года..

График 5. Динамика промышленного производства развитых стран, 2007-2009



Источник: Национальные статистические комитеты, Всемирный Банк

График 6. Динамика промышленного производства развивающихся стран, 2007-2009



Источник: Национальные статистические комитеты, Всемирный Банк

Хорошие показатели азиатских экономик, пострадавших наиболее сильно в ходе обвального спада конца 2008 – начала 2009 года, обозначают лишь прекращение обвала. К примеру, промышленное производство Японии выросло на 5,7% в мае по сравнению с апрелем (сезонно сглаженные данные), однако остается на 25% ниже максимального уровня. Китай и другие экспортные экономики не могут стать новыми локомотивами, так как их модели роста ориентированы на расширение промышленного экспорта в другие страны. Переориентация на большую роль внутреннего потребления занимает годы и невозможна без тяжелых решений, таких, как укрепление национальных валют. В любом случае они могут поддержать спрос и цены на сырье и энергию, но не станут импортерами товаров из ОЭСР.

Дискуссия по поводу «буквы кризиса» (L или V, или W) продолжается. Всем в душе хочется короткого кризиса. На наш взгляд, два основных фактора препятствуют реализации сценария сравнительно быстрого восстановления мировой экономики. *Во-первых*, это продолжение ухудшения ситуации на рынке труда. Уровень безработицы считается лаговым показателем относительно стадии экономического цикла, и рост безработицы продолжается какое-то время после того, как достигнута нижняя точка по промышленному производству. В настоящее время уровень безработицы находится на максимальных уровнях, что само по себе начинает оказывать влияние на экономическую активность. В условиях потери работы или угрозы ее потери население начинает сберегать «на черный день» и сокращает потребление, в первую очередь, товаров длительного пользования, приобретаемых в кредит. К примеру, уровень личного сбережения домашних хозяйств США продолжает расти и достиг в мае 6,9% располагаемого дохода и достиг уровней начала 90-х.

Во-вторых, неизбежные процессы «очистки» от долгов лишь начались и фактически стадия кредитного сжатия (credit crunch) продолжается. Так, кредиты банков нефинансовому сектору в США продолжают снижаться, более того - темпы снижения даже ускоряются. Рынок краткосрочных коммерческих бумаг также быстро сокращается и в номинальном объеме достиг уровней 2003 года. Аналогичные процессы наблюдаются и в ЕС. В Германии прирост кредитования нефинансового сектора в мае снизился до 0% несмотря на все усилия правительства и специальные программы поддержки кредитования. В России кредитный портфель банковской системы также медленно, но устойчиво сокращается несмотря на доминирование государственных банков в системе. На наш взгляд, такое положение отражает изменение в стоимости риска как со стороны спроса на кредит, так и со стороны предложения. Этот фактор неизбежно ограничивает любые возможности быстрого восстановления в условиях глобальной рецессии.

2. Реальный сектор: вставая с колен

Новости

- ВВП Китая во втором квартале 2009 г. вырос на 7,9% по сравнению с апрелем-июнем 2008 г. Наиболее высокие темпы роста (рост на 8,3% г/г¹) продемонстрировала сфера услуг, добавленная стоимость в промышленности и строительстве увеличилась на 6,6%.
- Промышленное производство в США во втором квартале 2009 г. снизилось на 13,3% к апрелю-июню прошлого года. Основной вклад в падение выпуска внесли металлургия (снижение производства на 44,4% г/г) транспортное машиностроение (на 38,0% г/г), деревообработка (на 25,5% г/г).
- По предварительным данным Европейской ассоциации автопроизводителей в июне 2009 г. продажи автомобилей в ЕС-27 выросли на 3,0% г/г (было реализовано 1,43 млн. автомобилей, за первое полугодие в целом продажи составили 8,134 млн.) – увеличение продаж зафиксировано впервые за последние 14 месяцев.
- Согласно предварительной оценке Министерства экономического развития, ВВП России во втором квартале 2009 г. сократился на 10,4% г/г. Наиболее значительно сократился выпуск (и добавленная стоимость) в обрабатывающей промышленности, строительном секторе, на транспорте.
- Падение промышленного производства в России продолжает замедляться. В июне снижение выпуска в промышленности составило 12,1% к соответствующему месяцу прошлого года (с исключением сезонного и календарного фактора выпуск вырос на 0,8% к маю 2009 г.). Улучшение ситуации было зафиксировано в большинстве секторов промышленности, в частности, в химической промышленности, металлургии, производстве машин и оборудования, промышленности строительных материалов.

Анализ

За последний год мировая экономика пережила один из наиболее резких и значительных спадов производства за всю послевоенную историю: уже к апрелю 2009 г. объем мировой торговли сократился на 20% г/г, и на 13% г/г снизился мировой выпуск промышленной продукции. Падение производства, начавшееся в развитых странах летом-осенью 2008 г., по каналам внешней торговли быстро передалось в развивающиеся страны. Как результат, падение деловой активности затронуло практически все крупные экономики мира, став самым синхронным за всю послевоенную историю. Положительные темпы роста выпуска удалось сохранить лишь Китаю, однако замедление темпов роста выпуска с 18-20% г/г летом 2008 г. до 5-8% г/г в начале 2009 г. также свидетельствует о глубоких кризисных явлениях. Теория декаплинга, предполагавшая, что развивающиеся страны могут сохранять высокие темпы роста экономики даже в случае кризиса в развитых странах, объявлена «историей». Но так ли это? В сущности Китай демонстрирует способность к росту в условиях мировой рецессии – вполне похоже на независимое развитие...

Первые признаки кризисных явлений в промышленном секторе развитых стран начали проявляться еще весной 2008 г., когда на фоне резкого роста цен на энергоресурсы и сырье, замедления внутреннего спроса (в том числе и из-за ухудшения условий кредитования), в ведущих развитых странах началась стагнация промышленного производства. В этих условиях определенную поддержку промышленности развитых стран оказал сохраняющийся стабильный спрос со стороны ключевых развивающихся стран (Китай, Индия) и крупнейших экспортеров сырья (Россия, страны Персидского залива) на продукцию машиностроительного комплекса, химической промышленности и т.д. Именно эта схема – закупки оборудования и потребительских товаров развивающимися странами в развитых при высоких ценах на продаваемые развивающимися странами сырьевые ресурсы – позволила превратить экономический подъем 2002-2008 гг. в один из самых долгих и интенсивных периодов роста за всю послевоенную историю. Накопленные в ходе экономического подъема дисбалансы

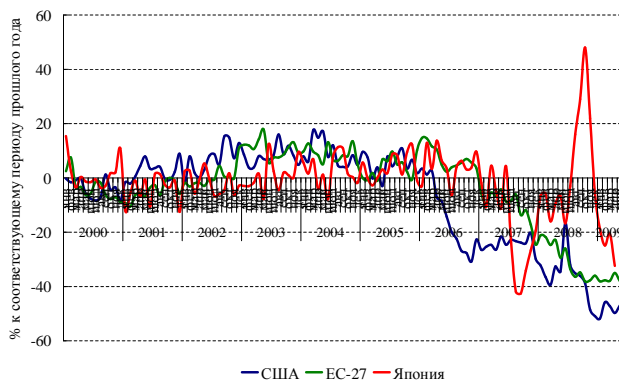
¹ Здесь и далее сокращение г/г обозначает «к соответствующему периоду прошлого года»

(высокие бюджетные и внешнеторговые дефициты в ряде стран, рост цен на сырье, и т.д.) стали причиной тяжести одного самых опасных экономических кризисов.

Снижение внутреннего спроса в развитых странах летом-осенью 2008 г. привело к обвалу мировой торговли, падению цен на сырье и готовую продукцию. В результате, в большинстве ключевых развивающихся стран резко замедлились темпы роста ВВП и промышленного производства. Наиболее сильно пострадали экспорто-ориентированные промышленные экономики – независимо от специализации: экспорт энергоресурсов и полуфабрикатов (Россия) или поставки готовой продукции (страны ЮВА, Германия, Япония).

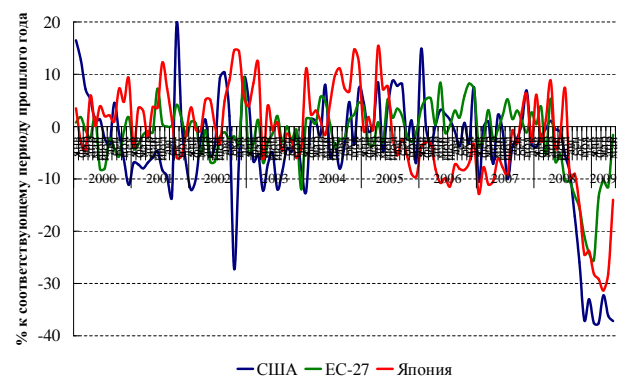
Сокращение спроса в первую очередь затронуло товары длительного пользования и жилищное строительство. В докризисный период в развитых странах жилая недвижимость была одним из наиболее инвестиционно привлекательных секторов экономики. Так, в США в докризисном 2007 г. на недвижимость пришлось 31% от всех инвестиций – в три раза больше инвестиций в ТЭК или обрабатывающую промышленность. Рост вложений в недвижимость стимулировался политикой «дешевого кредита», а также упрощением условий продаж жилой недвижимости нерезидентам, наблюдавшимся в последние годы в США и ряде европейских стран. Ухудшение условий ипотечного кредитования привело к падению внутреннего спроса, а начавшийся экономический спад стал причиной снижения внешнего спроса (в том числе и с инвестиционными целями). В результате, к весне 2009 г. количество разрешений на новое строительство жилых домов в США сократилось по сравнению с предкризисными максимумами (осенью 2005 г.) более чем в 4 раза, в 3,7 раза сократился ввод жилья. При этом наиболее значительно сократилось строительство домов для последующей продажи, тогда как строительство жилых домов населением за свой счет снизилось только в два раза. Текущие показатели являются историческими минимумами за всю историю наблюдений с 1960 г., в расчете же на душу населения строительство жилья оказывается самым низким за всю послевоенную историю.

График 7. Динамика выдачи разрешений на новое строительство жилья в развитых странах, 2000-2009



Источник: ОЭСР, национальные статистические комитеты
Прим.: данные сезонно сглажены

График 8. Продажи новых автомобилей в развитых странах, 2000-2009



Источник: ОЭСР, национальные статистические комитеты
Прим.: данные сезонно сглажены

В 2,5 раза упало число выданных разрешений на жилищное строительство в ЕС, в числе наиболее пострадавших – страны, которые в последние годы пережили бум инвестиций в недвижимость (Испания, Великобритания, ряд новых членов ЕС). В этих странах годовое сокращение выданных разрешений на строительство достигло 55-60%, продолжают снижаться цены. Спад в жилищном строительстве в этих странах во многом связан со снижением продаж жилья нерезидентам. В лучшем положении находятся страны,

придерживавшиеся консервативной политики на жилищном рынке, – так, в Германии в мае 2009 г. выдача разрешений на строительство нового жилья сократилась всего на 5% г/г.

Другим сектором, испытавшим резкое и значительное сокращение спроса, стало производство товаров длительного пользования, в первую очередь, автомобилестроение. Несмотря на некоторое улучшение ситуации в последние месяцы, связанное в основном с запуском правительственных программ по стимулированию продаж новых автомобилей (включающих целый комплекс мер – от выплат за сдачу старого автомобиля на утилизацию при приобретении нового автомобиля до налоговых вычетов и субсидирования ставок по автокредитам), ситуация в отрасли остается тяжелой. Восстановление продаж в ЕС-27 (в мае темпы падения продаж автомобилей замедлились до 2% г/г против сокращения на 20-25% г/г в октябре-декабре 2008 г.) связано как с эффектом низкой базы, так и с государственными программами стимулирования. Данные меры смогли лишь частично компенсировать сокращение внешнего спроса – в целом по ЕС-27 снижение производства в автомобилестроении в мае составило 29,6% г/г, по-прежнему на низком уровне находятся заказы. В Германии, несмотря на стремительный рост продаж автомобилей на внутреннем рынке, выпуск продукции автомобилестроения в мае составил 20,4% г/г, что связано со значительным падением экспорта в страны Восточной Европы, США.

Снижение производства в строительстве и машиностроении привело к сокращению спроса на продукцию ресурсных отраслей – добывающей промышленности, ТЭК, ряда подотраслей химико-лесного комплекса, промышленности строительных материалов. Текущие данные показывают некоторую стабилизацию ситуации в отраслях конечного спроса (замедление темпов падения промышленного производства, промышленных заказов), однако низкий уровень загрузки мощностей не позволяет многим компаниям получать прибыль, что может привести к дальнейшему сокращению производства (из-за ухода с рынка части предприятий), росту увольнений.

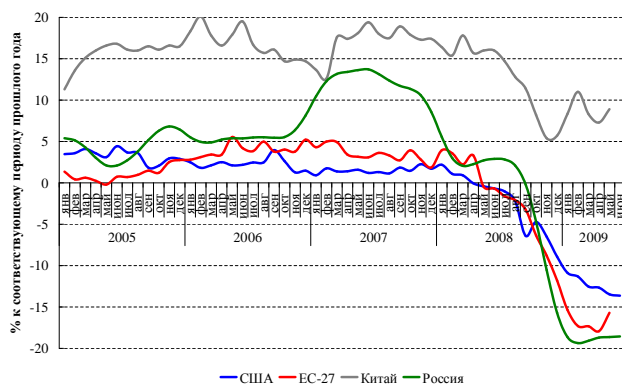
В отличие от развитых и большинства развивающихся стран, Китаю и Индии удалось сохранить положительные темпы роста в первом полугодии 2009 г. В случае Индии это во многом связано с низким уровнем зависимости экономики от внешних рынков (более 80% проживают в сельской местности и небольших городах и заняты в сельском хозяйстве или на предприятиях, работающих на внутренний рынок). За первые пять месяцев 2009 г. промышленное производство в Индии выросло на 1,9% г/г, серьезное снижение производства продемонстрировали лишь пищевая промышленность (падение на 27,2% г/г) и металлургия. Сокращение выпуска в пищевой промышленности связано со снижением производства сахара (из-за неблагоприятных климатических условий) и падением выпуска в мясомолочной промышленности. Достаточно высокими темпами продолжают расти продажи товаров длительного пользования – так, в июне 2009 г. продажи автомобилей увеличились на 7,8% г/г (против роста на 4,2% г/г в апреле и на 2,5% г/г в мае). В то же время, наблюдается снижение инвестиционной активности, заморожена реализация ряда проектов в строительстве коммерческой недвижимости. Правительство реализует ряд программ по стимулированию капиталовложений, среди них – программа инфраструктурного строительства (в рамках ГЧП) на 37,6 млрд. долл., основной упор сделан на строительство новых дорог, электростанций, а также модернизацию коммунальной инфраструктуры и жилищное строительство. По оценкам торгово-промышленной палаты Индии реализация программы приведет к дополнительному росту ВВП на 2 п.п.

В условиях резкого сокращения внутреннего спроса Правительство Китая приняло комплекс мер по стимулированию продаж на внутреннем рынке и наращиванию капиталовложений. В потребительской сфере наиболее заметным шагом китайских властей стало предоставление налоговых льгот на покупку малолитражных автомобилей. Предоставление 10% скидки (максимум 730 долл.) на покупку минивэнов и легких грузовиков сельскими жителями с февраля 2009 г. привело к резкому росту продаж. По итогам первого полугодия было продано 6,1 млн. автомобилей, а ассоциация автопроизводителей КНР повысила годовой прогноз продаж с 10,2 млн. штук до 11 млн. Несколько выросли и продажи бытовой техники, продукции легкой промышленности, однако эффект данных мер все равно остается ограниченным. В последние месяцы китайские власти пытаются расширить экспортные поставки в развивающиеся страны, в том числе и за счет увеличения кредитования

иностранных фирм китайскими банками под поставку китайских товаров. Так, в первом полугодии 2009 г. объем кредитов, выданных Импортно-экспортным банком Китая, вырос более чем в два раза и составил 61,1 млрд. долл.

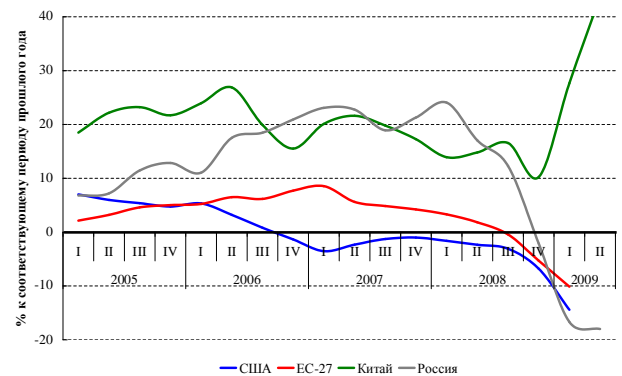
Политика стимулирования инвестиций привела к росту капиталовложений во втором квартале на 38% г/г, при этом по новым стройкам освоение инвестиций возросло на 95%. Основной акцент был сделан на инвестиционные проекты по развитию инфраструктуры (за первые пять месяцев инвестиции в железные дороги выросли в 2,1 раза г/г, в дорожное строительство – на 52% г/г) и переоснащению предприятий тяжелой промышленности (химической и нефтехимической промышленности, машиностроения и т.д.). В результате резко вырос спрос на минеральные строительные материалы, металлургическую продукцию. Значительно выросли импортные поставки сырьевых товаров и энергоресурсов, в том числе и из-за высокой себестоимости аналогичных товаров, производимых в КНР. По состоянию на конец июня большая часть инфраструктурных проектов была уже профинансирована, поэтому во втором полугодии 2009 г. динамика инвестиций может еще более замедлиться.

График 9. Динамика промышленного производства в ведущих странах, 2000-2009



Источник: ОЭСР, национальные статистические комитеты
Прим.: данные сезонно сглажены

График 10. Динамика инвестиций в основной капитал, 2005-2009



Источник: ОЭСР, национальные статистические комитеты
Прим.: данные сезонно сглажены

В целом, ситуация в экономике всего мира продолжает оставаться достаточно тяжелой – растет безработица, продолжает снижаться электропотребление, что косвенно может свидетельствовать об ухудшении ситуации в тяжелой промышленности страны (на которую приходится порядка половины всей потребляемой в стране электроэнергии).

В первом полугодии 2009 г. Россия стала лидером по темпам падения основных макроэкономических показателей. По предварительным оценкам Министерства экономического развития ВВП сократился на 10,1% г/г, промышленный выпуск снизился на 14,8% г/г. Наибольшее падение фиксировалось в отраслях, производящих товары инвестиционного назначения: в машиностроении, производстве строительных материалов, что было связано со снижением объемов производственного и жилищного строительства, сокращением инвестиций в модернизацию и покупку нового оборудования. Падение инвестиций в основной капитал за первые пять месяцев 2009 г. составило 17,7% г/г, однако измерение данного показателя вызывает определенные вопросы. Так, капитальные вложения по крупным и средним предприятиям (статистическое наблюдение за которыми организовано лучше всего) за I квартал 2009 г. сократились всего на 5% г/г, инвестиции малых предприятий (на которые приходится всего 3% от всех капвложений) – на 23% г/г. В наибольшей же степени – почти на треть – сократились оценки инвестиций неформального сектора, статистическое наблюдение за которым практически отсутствует.

Продолжает ухудшаться ситуация в производстве товаров длительного пользования, внутренние продажи которых по отдельным товарным позициям сократились на 15-50% г/г.

Несмотря на предпринимаемые Правительством РФ меры по стабилизации автомобильного рынка (за апрель-июнь было выдано 16,2 тыс. автокредитов с субсидируемой за счет бюджета процентной ставкой), продажи продолжают падать, что влечет и сокращение выпуска – за январь-июнь 2009 г. производство легковых автомобилей сократилось в 2,5 раза. Ожидается, что по итогам года продажи могут составить всего 1,6-1,8 млн. автомобилей – в 2-2,1 раза меньше уровня 2008 г.

После резкого падения объемов выпуска в октябре 2008-январе 2009 г. ситуация в большинстве экспорто-ориентированных отраслей экономики заметно улучшилась. Заметно сократились темпы падения производства в химической и нефтехимической промышленности, металлургии, нефтепереработке – в основном, из-за стабилизации мировых товарных рынков (как цен, так и физических объемов поставок), а также некоторого улучшения ситуации на внутреннем рынке (из-за снижения производственных запасов). Наиболее заметно сократился выпуск продукции, потребляемой строительным комплексом и машиностроением. Стабилизация ситуации наблюдается и в газодобыче – падение экспорта в мае составило 23% г/г – против сокращения на 40-60% г/г в начале 2009 г. Восстановление экспортных поставок и относительно стабильная ситуация на внутреннем рынке должны привести к улучшению ситуации с добычей газа уже во втором полугодии 2009 г. (снижение добычи за январь-июнь 2009 г. составило 20,8% г/г).

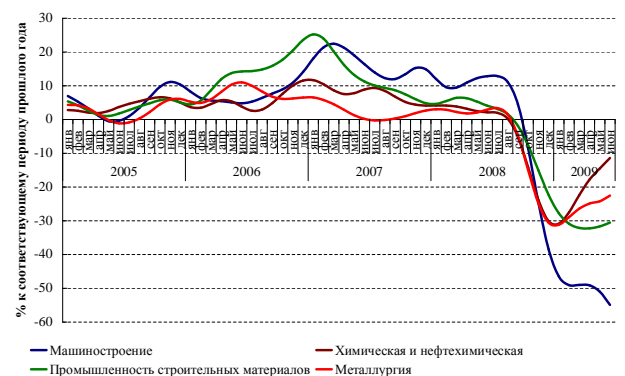
Правительственные программы по стимулированию внутреннего спроса пока что оказались не очень эффективными. Мы все же ожидаем, что по итогам года сокращение инвестиций составит меньше прогнозируемых Правительством 21,4% - в первую очередь за счет менее значительного спада капиталовложений в добывающей промышленности, электроэнергетике. Основными факторами падения станут сокращение запасов (на фоне общей неопределенности со спросом предприятия значительно сокращают закупку сырья, энергоресурсов и т.д.) и падение потребительских расходов.

Таблица 1. Основные показатели развития экономики РФ в I полугодии 2009, % к соответствующему периоду прошлого года

	2008	2009п	янв-июн-2009	июл-дек-2009
ВВП	5,6	-8,5	-10,2	-6,8
Промышленное производство	2,1	-12,5	-14,9	-9,8
Обрабатывающая промышленность	3,2	-17,1	-21,5	-12,8
Сельское хозяйство	10,8	0,0	1,2	-1,2
Инвестиции в основной капитал	9,8	-21,4	-18,4	-24,4

Источник: ФСГС, Министерство экономического развития

График 11. Динамика промышленного производства по видам деятельности, 2005-2009



Источник: ФСГС
Прим.: данные сезонно сглажены

3. Мировая торговля: высокий взлет – глубокое падение

Новости

- Объемы внешнеторговых потоков Европейского Союза (ЕС-27) в январе-апреле падали практически синхронно. Экспорт сократился на 21%, импорт снизился на 22%. Согласно уточненным данным за первый квартал, сокращение объемов внешней торговли произошло практически со всеми странами, за исключением Швейцарии. Наиболее сильно сократился экспорт в Турцию (-37%), Россию (-35%), Южную Корею (-25%) и Индию (-22%), а импорт – из России (-40%), Турции (-27%), Японии и Бразилии (-26%).
- В Японии спад экспорта в мае вновь углубился и составил 41% г/г по сравнению с 39% месяцем ранее. В целом за январь-май спад экспорта составил 44% г/г. Импорт за этот же период сократился на 38%.
- В Китае объемы внешней торговли продолжают сокращаться. В первом квартале товарооборот сократился на 24% г.г. и составил 946 млрд долл. Падение экспорта составило 22% (до 522 млрд долл.), импорт сократился на заметно большую величину – 25% (до 425 млрд долл.). Торговый профицит составил соответственно 97 млрд долл, что лишь на 2,1 млрд долл. меньше, чем в соответствующем периоде прошлого года.
- В США по итогам первых пяти месяцев экспорт сократился на 23% г/г (до 411,4 млрд долл.), падение импорта оказалось существенно глубже – 32% (до 588,2 млрд долл.). При этом в последние два месяца произошло существенное ускорение падения как экспорта, так и импорта.
- В январе-мае 2009 г. внешнеторговый оборот России по методологии платежного баланса сократился на 45% г/г и составил 168 млрд долл. Экспорт сокращался опережающим темпом (-47% г/г) и составил 101 млрд долл., импорт снизился на 39% г/г (до 67 млрд долл.). Сальдо торгового баланса составило 35 млрд долл., что в 2,4 раза меньше, чем годом ранее.

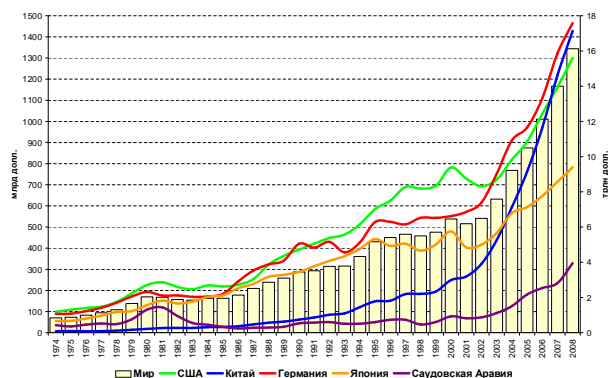
Анализ

Внешняя торговля во всем мире переживает трудные времена. В то время как спад основных экономик измеряется однозначными числами и лишь в отдельных случаях составляет порядка 10%, темпы спада внешней торговли описываются десятками процентов. Очевидно, что именно по международной торговле мировой экономической кризис нанес самый ощутимый удар. По нашей оценке, общий спад мировой торговли за первые четыре месяца этого года составил более 30% г/г. А динамика данных по основным странам-экспортерам свидетельствует, что к концу второго квартала спад еще более усугубился.

Стремительный рост мировой торговли в последние годы был одним из самых ярких символов глобализации. Темпы роста мировой торговли кратно превышали динамику ВВП. В номинальном выражении торговля демонстрировала просто феноменальный рост. За последние 10 лет, с момента окончания масштабного кризиса в странах Юго-Восточной Азии и многих переходных экономиках на постсоветском пространстве и до 2008 г., в долларовом выражении объем мировой торговли практически утроился. После кризиса 2001 г., когда номинальный объем торговли сократился на 4%, мировой экспорт вырос с 6,2 трлн долл. до 16,1 трлн в 2008 г., а средний темп роста в этот период составлял практически 15%.

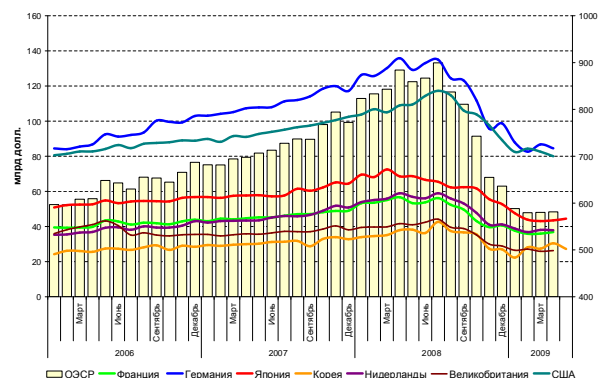
Примечательно, что азиатский кризис 1998/99 гг. намного слабее сказался на динамике мировой торговли – сокращение экспорта в 1998 г. составило лишь 1,6% и уже в следующем году рост составил 3,8%. Но стоило кризису коснуться крупнейшей мировой экономики в 2001 г. и торговля незамедлительно откликнулась спадом более чем на 4%. Несколько месяцев рецессии в США, крупнейшем мировом импортере, произвели весьма ощутимый эффект на торговые потоки. Но тогда кризис, во многом благодаря политике «дешевых денег» ФРС, миновал, и торговля вновь возобновила быстрый рост. Этот рост складывался из двух основных факторов: увеличения физических объемов торговли и роста цен на сырьевые товары. Фактически цены на сырье неуклонно росли в течение 2002-2008 гг.

График 12. Динамика мировой торговли (экспорта), 1974-2008



Источник: ВТО

График 13. Динамика экспорта по странам ОЭСР, 2006-2009



Источник: ОЭСР

Рост цен на сырье и, в первую очередь, на энергетические ресурсы, сформировал совершенно новые тренды в мировой экономике. Вопросы энергетики, снабжения топливом, прежде бывшие малозаметной рутинной, стали предметом общего внимания и озабоченности политиков. Резко возросшие доходы стран-экспортеров привели к появлению суверенных фондов, скупающих компании в развитых странах. В самих странах-экспортерах бурный рост доходов привел к значительному росту внутреннего потребления и вызвал масштабный рост инвестиционной активности. Но поскольку рост доходов от нефтегазового экспорта многократно опережал динамику внутреннего производства, прирост потребления и инвестиции осуществлялись преимущественно за счет импорта из развитых стран.

Развитые страны, в первую очередь государства-члены Европейского Союза, предпочли увидеть в стремительном усилении финансовых позиций стран-экспортеров (в первую очередь России) угрозы своей энергобезопасности. Примечательно, что это слово как раз и вошло в обиход в годы бурного роста цен на энергоресурсы. Среди решений проблемы энергобезопасности были выбраны, в том числе, диверсификация, как источников поставок, так и видов используемого топлива. Особый акцент был сделан на возобновляемую энергетику. Увлечение возобновляемой энергетикой и, в первую очередь, производством топлива из растительного сырья, внесло заметный вклад в рост цен уже на сельскохозяйственную продукцию. Этот рост цен, в свою очередь, отразился в дальнейшем номинальном росте мировой торговли.

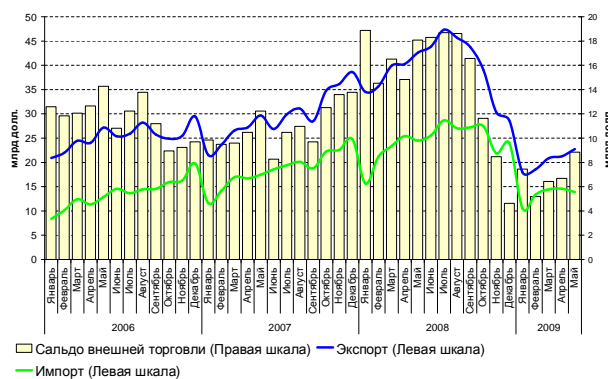
Цена на нефть пробивала все новые рубежи и многие наблюдатели заражались идеей, что этот рост будет теперь непрерывным и цены на сырье будут уже навсегда высокими. Но цикличность развития мировой экономики внезапно вернулась, а вслед за тем начался стремительный откат цен.

Вслед за падением цен на нефть динамика мировой торговли сначала продемонстрировала замедление в августе 2008 г., а затем начался резкий обвал. Темп роста экспорта в странах ОЭСР упал с более 20% г/г в первой половине 2008 г. до 10% г/г в августе, в октябре динамика перешла в отрицательную зону, а к концу года спад уже составлял 18%. Но и это было лишь уступом обрыва — настоящее падение было еще впереди. В январе спад составил 28,6%, а к апрелю он достиг 34,2%. В итоге за первые четыре месяца спад экспорта в странах ОЭСР достиг 31%. Наибольшие потери понесли крупнейшие экспортеры и экспорто-ориентированные страны - Япония (-36%), Финляндия (-45%), Норвегия (-38%) и Швеция (-45%), страны старой Европы (Германия, Италия, Великобритания — 34%).

Не менее болезненно кризис ударил и по развивающимся странам. Серьезные потери понесли страны БРИК. Экспорт Индии за первый квартал сократился практически на четверть, Бразилия и Китай за январь-май потеряли более 21% стоимости экспорта. Но самое ощутимое сокращение экспорта произошло в России — здесь за этот же период экспорт сократился на 45,5% г/г

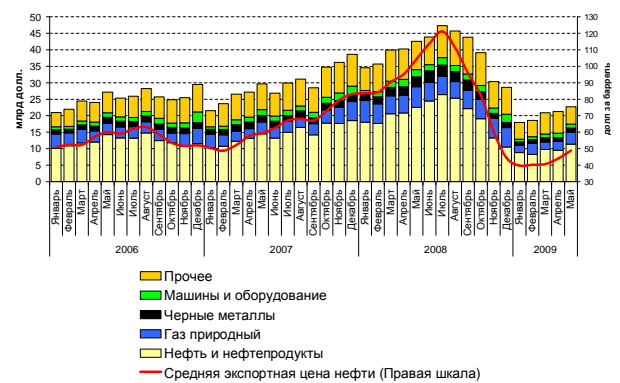
Все последние месяцы российская внешнеторговая статистика, несмотря на стабилизацию нефтяных цен на сравнительно высоком уровне, остается крайне негативной. Фактически внешняя торговля России, особенно импорт, находится в пике. Рост нефтяных цен с декабрьских минимумов оказал существенную поддержку российскому экспорту, но углубляющееся падение инвестиционного и потребительского спроса, вкпе с таможенно-административными ограничениями, выражается во все большем обвале импорта. По итогам мая экспорт заметно вырос по сравнению с предыдущими месяцами и достиг 22,7 млрд долл., но с начала года составил лишь 101,4 млрд долл. Импорт в очередной раз снизился, как по отношению к прошлому году, так и к предыдущему месяцу, теперь уже до 13,9 млрд долл., а с января по май составил лишь 66,8 млрд долл. Сальдо внешней торговли объемом 8,8 млрд долл. оказалось рекордным за последние 7 месяцев и более чем вдвое превысило критически низкий уровень декабря 2008 г., но накопленным итогом с начала года составило 34,6 млрд долл., что в 2,4 раза меньше, чем годом ранее.

График 14. Экспорт, импорт и сальдо внешней торговли России, 2006-2009



Источник: ЦБ РФ

График 15. Урупненная структура российского экспорта, 2006-2009



Источник: ФТС

По сравнению с началом года и первыми месяцами весны в мае экспорт продемонстрировал заметное улучшение в части увеличения стоимости. Основным фактором роста послужила нефть. В мае 2009 г. цена на нефть марки Urals увеличилась на 16,7% к уровню апреля 2009 года и составила 56,9 долл./барр, но по сравнению с маем прошлого года цена по-прежнему более чем в два раза меньше. Также в мае продолжили расти цены на цветные металлы: по сравнению с предыдущим месяцем цены на медь выросли на 3,7%, на алюминий — на 2,8%, на никель - на 13,2%. Но рост стоимости металлов на Лондонской бирже металлов имеет лишь опосредованное влияние на среднюю экспортную цену российских металлов. Российские экспортные цены зачастую ниже на 5-15% (в том числе в зависимости от вида металла) и иногда могут двигаться в противоположном направлении. Так, например, стоимость алюминия на Лондонской бирже в период с января по апрель после некоторого снижения вышла практически на прежний уровень (+0,6%), а стоимость поставок из России неуклонно снижалась и в итоге упала на 31%. Вслед за нефтью и металлами по большинству прочих экспортных товаров также наблюдается некоторый рост среднеэкспортных цен. Но динамика показателей физического объема экспорта пока не демонстрирует каких-либо существенных положительных изменений.

Но высокие цены на сырье, как показывает опыт с поставками природного газа, могут обернуться и серьезными потерями. Так, согласно таможенной статистике, поставки природного газа Газпромом в первом квартале 2009 г. в Европу упали на 40% (сказался и январский конфликт по украинскому транзиту). Этой зимой российский газ оказался самым дорогим в Европе, и большинство потребителей переключились на прочих поставщиков. Газпрому не помогли и долгосрочные контракты, так как контрактные обязательства потребителями не нарушаются — покупатели будут закупать необходимые объемы в конце лета и осенью, когда цены на российский газ будут минимальными, т.к. они рассчитываются относительно цен на нефтепродукты с лагом в 6-9 месяцев. Снижение цены ведет к

постепенному увеличению объемов экспорта, и накопленным итогом за январь-май сокращение физического объема составило 49%.

Но не только Газпром страдает от масштабного сокращения физических объемов экспорта. Данная проблема затронула большинство поставщиков. Наиболее негативно положение складывается с поставками на экспорт автотранспорта (62% составило сокращение экспорта легковых автомобилей и 68% – грузового автотранспорта), а также продукции химической промышленности (поставки метанола упали на 69%). Экспорт черных металлов, одной из важнейших статей экспорта, сократился в физическом выражении на 27%.

Импорт страны, неуклонно сокращающийся в последние месяцы, в мае показал очередной негативный рекорд падения. Согласно таможенной статистике, импорт составил лишь 53,1% по сравнению с маем прошлого года. По сравнению с апрелем текущего года импорт сократился на 9,5%. Таможенная служба это сокращение объясняла тем, что в мае было на 3 рабочих дня меньше и дневной объем таможенного оформления грузов остается на уровне предыдущих месяцев. Но подобное объяснение мало относится к реальности. В предыдущие годы меньшее количество рабочих дней не приводило к снижению объема таможенного оформления грузов и таможенная служба в предыдущем мае могла в день обрабатывать вдвое больший по стоимости объем грузов.

Таблица 2. Показатели экспорта основных товарных групп, январь-май 2009

	Ст-ть, млрд долл.	Изм. изм. объема, %	Изм. стоимостного объема, %	Изм. ср. цен, %
Нефть сырая	29,6	0	-54	-54
Нефтепродукты	14,6	5	-51	-54
Газ природный	12,9	-49	-54	-11
Удобрения азотные	0,9	3	-28	-30
Удобрения калийные	0,7	-65	-31	97
Черные металлы	5,6	-24	-51	-35
Медь рафинированная	0,6	113	0	-53
Никель необработанный	1,0	-13	-65	-59
Алюминий необработанный	2,1	-11	-36	-28
Машины и оборудование	4,8	-	-41	-

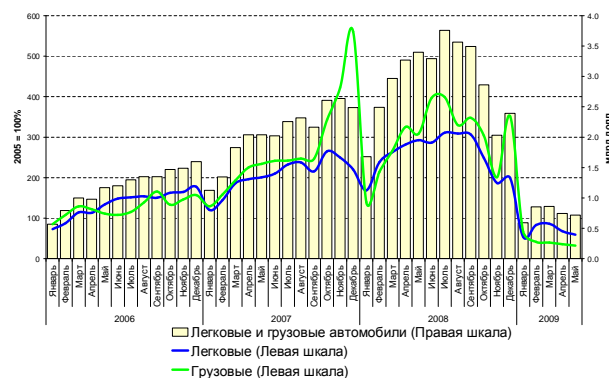
Источник: ФТС

Реальная причина падения импорта – углубляющееся снижение потребительского и инвестиционного спроса. Наиболее существенный спад наблюдается среди потребительских товаров. Импорт одежды и обуви сократился на 20%, парфюмерии и косметики на 22%, мыла и моющих средств на 25%. Но наибольший вклад в сокращение импорта продолжает вносить снижение импорта машиностроительной продукции. К марту импорт автотранспорта сократился на две трети г/г, в апреле спад составил 3,7 раза, в том числе импорт грузового автотранспорта уже в первом квартале упал в 4 раза. В мае по сравнению с апрелем в годовом выражении отмечается снижение импорта по всем основным товарным группам. Импорт автомобилей упал на 75%, механического оборудования – на 54% и электрооборудования – на 53%.

В наименьшей степени затронут импорт летательных аппаратов и судов, а импорт железнодорожных локомотивов даже увеличивается, но эти статьи играют лишь незначительную роль в общем объеме. Импорт железнодорожных локомотивов ждет судьба, схожая с автомобильным транспортом. Перспективы внутреннего рынка и специфика функционирования на нем заставляют иностранных производителей задуматься о размещении производств на территории России.

Из-за высокой базы июня-августа 2008 г. статистика за летние месяцы 2009 г. покажет еще более глубокий спад, но уже с осени динамика годовых индексов изменится. В любом случае рекорды 2008 г. будет достигнуты теперь очень не скоро.

График 16. Импорт легкового и грузового автомобильного транспорта, 2006-2009



Источник: ФТС

4. Рынок нефти. 147 долларов за баррель: это было недавно, это было давно

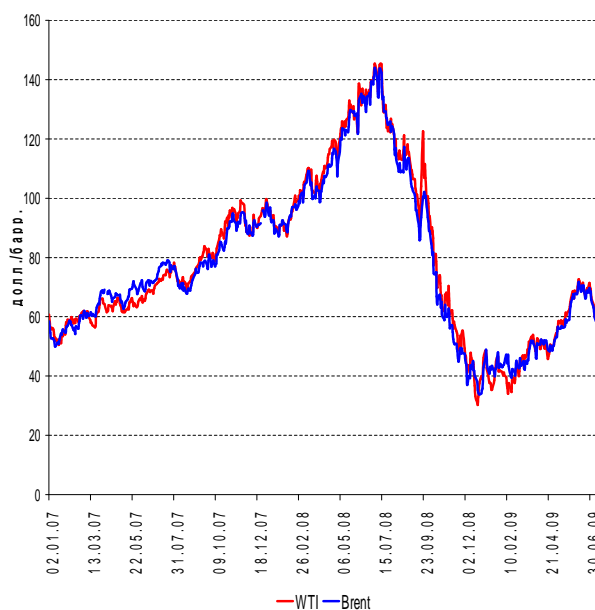
Новости

- Июньские данные свидетельствуют о долгожданном оживлении спроса на нефть и нефтепродукты в развивающихся странах: по этой группе впервые после октября 2008 г. зафиксирован рост потребления жидкого топлива к соответствующему месяцу прошлого года – он составил 0,85%. В том числе очень серьезный по нынешним меркам прирост отмечен в Китае – 4,4%, чуть меньше прибавила Индия – 2,7%.
- Впервые в текущем году был зафиксирован прирост потребления жидкого топлива в развитых странах относительно прошлого месяца. Безусловно, некоторую роль сыграл фактор сезонности – с его учетом сокращение спроса по-прежнему заметно, однако оно смягчилось.
- Несмотря на отдельные позитивные фундаментальные сигналы, цена на нефть в середине июля вновь опустилась ниже 60 долл. за баррель

Анализ

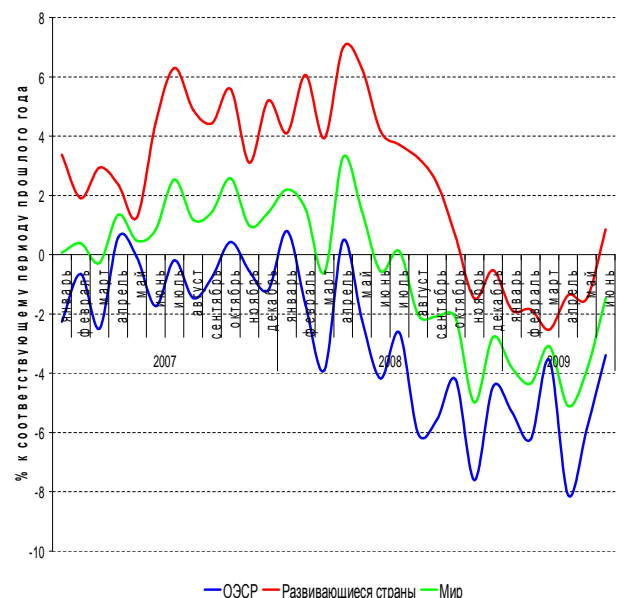
3 июля 2008 г. цены на нефть WTI достигли невиданного прежде уровня, преодолев отметку в 145 долларов за баррель. Спустя несколько дней, после кратковременного снижения последовал новый шторм рекордной высоты. В этот раз котировки месячных фьючерсов на нефть Brent на Лондонской бирже остановились на уровне 147,25 долл. за баррель. Ведущие аналитики не сомневались, что преодоление отметки 150 долл. за баррель – не более чем вопрос времени. Вышедший 8 июля обзор Министерства Энергетики США предсказывал цену в районе 140 долл. на конец 2008 г.

График 17. Динамика цен на нефть Brent и WTI, январь 2007 – июнь 2009



Источник: Министерство Энергетики США

График 18. Динамика глобального потребления жидкого топлива, январь 2007 – июнь 2009



Источник: Министерство Энергетики США

Снижение цен – его начало совпало по времени с появлением информации о возможной национализации Fannie Mae и Freddie Mac – поначалу не казалось долгосрочным явлением. Его связывали с выходом очередных неблагоприятных данных по запасам. Это не мешало, к примеру, Goldman Sachs еще в августе подтверждать опубликованный ранее прогноз о достижении нефтью уровня 149 долл. за баррель к концу 2008 г.

Фундаментальных сдвигов, способных переломить тренд, в июле 2008 года не было ни со стороны спроса, ни со стороны предложения. 15 июля 2008 г. Дж. Буш-мл. отказался

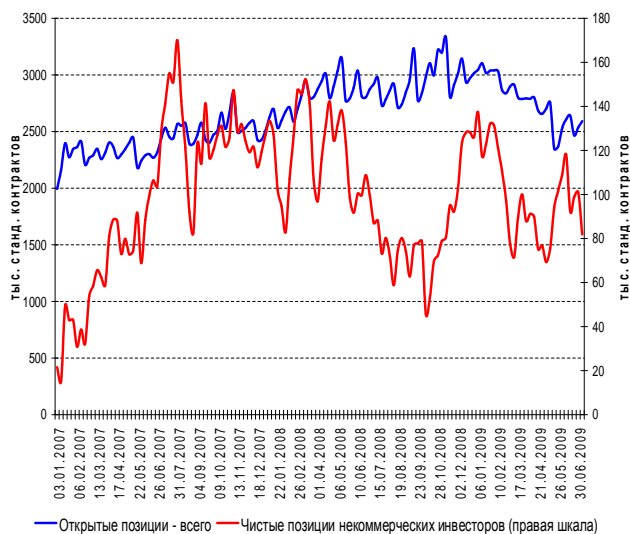
открывать стратегические запасы нефти, однако этот сигнал должен был спровоцировать как раз рост цен. Начавшийся без видимой причины спад – еще до банкротства Lehman Brothers и паники на финансовых рынках – показал, что взлет цен весной – летом 2008 г. был в значительной степени спекулятивным явлением. За две недели июля цены снизились на 20 долларов: со 145 до 125, хотя мировой спрос на жидкое топливо был стабильным.

В августе в дело включились уже фундаментальные факторы, свидетельствовавшие о реальном снижении спроса. Столь масштабного сокращения глобального потребления нефти и нефтепродуктов – на 2% к августу прошлого года – не происходило в мировой экономике, по меньшей мере, в течение предыдущих 6 лет.

К этому добавилось влияние финансовых факторов. К лету 2008 г. максимума достиг оборот деривативов, основанных на поставках нефти, в частности, на Нью-Йоркской товарной бирже. Вместе с тем начиная с июля (и вплоть до октября) на финансовых рынках стали преобладать «медвежьи» настроения по отношению к нефти, о чем свидетельствует активный выход некоммерческих инвесторов (т. е. спекулятивных игроков) из длинных позиций по нефтяным деривативам летом-осенью 2008 г.

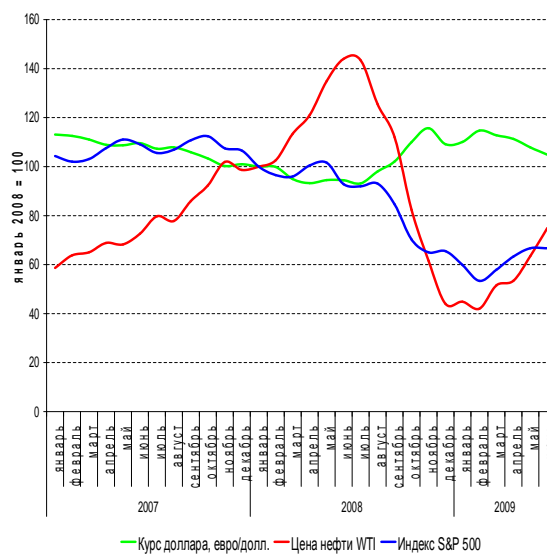
Такого развития событий следовало ожидать в связи с резко неблагоприятной динамикой на фондовых рынках. До появления с определенным лагом официальной макроэкономической статистики биржевые индикаторы несли в себе оперативную информацию о реальном положении дел в экономике развитых и ряда развивающихся стран. Данные свидетельствовали о серьезном сокращении глобальной экономики, а следовательно, и спроса на нефть.

График 19. Динамика рынка нефтяных фьючерсов и опционов на NYMEX, январь 2007 – июнь 2009



Источник: NYMEX

График 20. Сравнительная динамика цены нефти, индекса S&P 500 и курса доллара, январь 2007 - июнь 2009 (январь 2008 = 100)

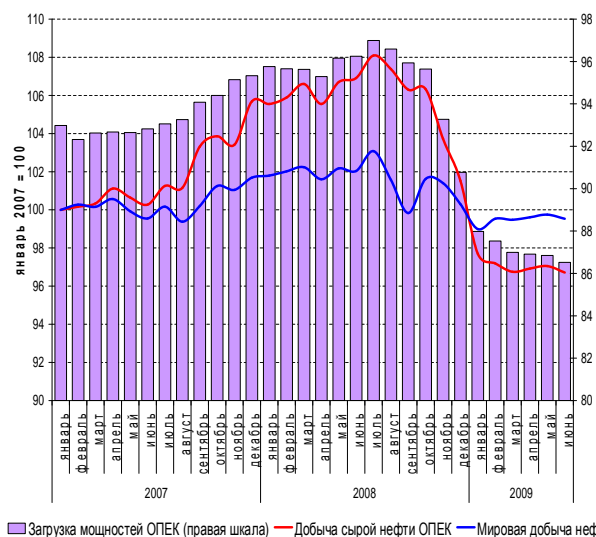


Источник: Министерство Энергетики США, Bloomberg, Standard & Poor's

На волне финансовых катаклизмов, в т. ч. бегства капиталов из развивающихся стран, было отмечено значительное укрепление доллара. Оно повлекло за собой дальнейшее снижение долларовой цены нефти. Сокращение добычи в США в сентябре 2008 г. в связи с закрытием буровых из-за урагана «Густав» почти на 1,5 млн барр./день и последующее возникновение краткосрочного дефицита на мировом рынке нефти не смогли остановить стремительное снижение цен. По итогам квартала они опустились ниже психологической отметки 100 долл./барр., хотя прогнозы на 2009 г. оставались весьма оптимистичными, не опускаясь существенно ниже данного уровня.

В этот период существовала надежда на поддержку рынка нефти со стороны развивающихся стран, все еще демонстрировавших рост потребления «черного золота». Однако в четвертом квартале стало очевидно, что серьезной рецессии, сопровождаемой снижением энергопотребления, не удалось избежать и им, в том числе Китаю. Вместе с тем осенью на рынке срочных нефтяных контрактов образовалось «контанго»: более высокий уровень цен на товар при осуществлении поставок через более длительный промежуток времени. Такую ситуацию можно интерпретировать как ожидание рынком повышения цен в будущем. Повышение могло быть связано как с восстановлением мировой экономики, так и с ужесточением политики ОПЕК. Контанго само по себе стимулировало формирование физических запасов нефти для последующих поставок. Однако существование значительных запасов, в свою очередь, означало понижательное давление на цену нефти, тогда как спрос не восстанавливался, а глобальные макроэкономические тенденции оставались удручающими. Четвертый квартал стал наиболее тревожным для продавцов нефти: цены стремительно летели вниз, и низший уровень их падения оставался неясным. Минимум – 35 долл./барр. – был достигнут в конце декабря.

График 21. Динамика добычи нефти в ОПЕК и мире и загрузки мощностей ОПЕК, январь 2007 – июнь 2009



Источник:

Министерство Энергетики США

Таблица 3. Выполнение квот по добыче нефти странами ОПЕК-11, июнь 2009

Страна	Предпол. квота, мбд	Фактич. добыча, мбд	Отклонение от квоты, %
Алжир	1,20	1,30	8,3
Ангола	1,52	1,75	15,1
Эквадор	0,43	0,49	14,0
Иран	3,34	3,80	13,8
Кувейт	2,22	2,30	3,6
Ливия	1,47	1,65	12,2
Нигерия	1,67	1,60	-4,2
Катар	0,73	0,83	13,7
Саудовская Аравия	8,05	8,05	0,0
ОАЭ	2,22	2,30	3,6
Венесуэла	1,99	2,10	5,5
ОПЕК-11	24,85	26,17	5,3

Источник:

МЭА, Министерство Энергетики США, расчет ИЭФ

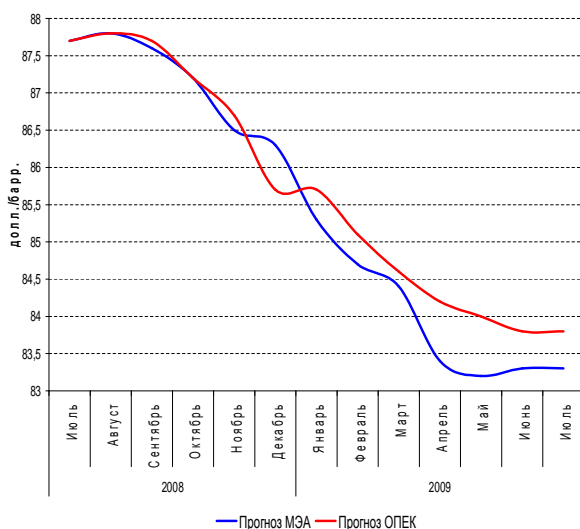
В новом году ситуация значительно переменилась – снижение предложения ОПЕК даже в условиях рецессии дало результаты. Первый квартал 2009 г. стал периодом стабилизации глобального нефтяного рынка. Ключевую роль в этом сыграла политика ОПЕК. Осенью-зимой 2008 г. картель наметил ряд сокращений квот по добыче нефти: крупнейшие из них были объявлены по итогам чрезвычайных совещаний картеля 24 октября в Вене (на 1,5 млн барр./день) и 17 декабря в Оране (на 2,2 млн барр./день). Суммарное снижение добычи к началу 2009 г. с учетом более ранних сокращений должно было составить 4,2 млн барр./день относительно сентября 2008 г.

Возможности ОПЕК были поставлены под сомнение в ноябре, когда первое крупное сокращение (1,5 млн барр./день) не принесло ожидаемых результатов: цены продолжили падение. Снижение добычи оказалось недостаточным для преодоления избытка нефти на рынке при крайне слабом спросе. К тому же существовали вполне обоснованные сомнения в дисциплинированности членов картеля. Однако данные о первых результатах принятых мер, появившиеся в начале следующего года, свидетельствовали о том, что в этот раз картель проявил решительность – за два последних месяца 2008 г. предложение ОПЕК уменьшилось на 1,4 млн барр. день. В январе 2009 г. было более чем наполовину выполнено новое сокращение. Теперь рынок оказался близок к состоянию равновесия и, что более важно, поверил в действенность шагов картеля.

Стабилизация и начало постепенного роста цен были подкреплены и другими факторами: в начале года перестал укрепляться курс доллара, а через некоторое время позитивную динамику начали показывать мировые фондовые индексы. Благоприятные (точнее, менее неблагоприятные) ожидания относительно перспектив мировой экономики в 2009 г. транслировались в относительное спокойствие на нефтяном рынке. Влияние на энергетические рынки оказали и некоторые политические события: газовый конфликт России и Украины, а во втором квартале – напряженность вокруг выборов в Иране. Однако при удручающем состоянии мирового спроса важность этих факторов не стоит преувеличивать.

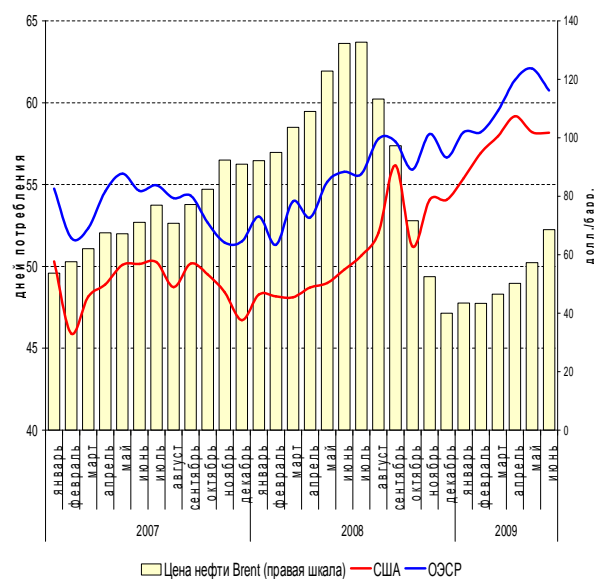
Во втором квартале указанные тенденции, способствующие стабилизации цен, сохранились. ОПЕК поддерживал стабильный уровень предложения, отказываясь от новых сокращений. Предыдущие так и не были выполнены до конца, однако осуществления и 70% задуманного оказалось на данный момент достаточно. Добыча нефти в мире сократилось с 85,5 мбд в мае 2008 до 82,1 мбл в мае 2009 г. Спрос в развитых странах остается довольно слабым, но его падение, по крайней мере, замедлилось, о чем свидетельствует отмеченная стабилизация запасов нефти. Потребление поддерживается за счет довольно низкого уровня цен на моторное топливо. Развивающиеся страны летом начали постепенно наращивать спрос на горючее, в т. ч. благодаря эффективной реализации антикризисных пакетов. Как следствие, в июне на глобальном нефтяном рынке вновь был зафиксирован дефицит жидкого топлива.

График 22. Динамика изменения прогнозов мирового потребления нефти в 2009 г., июль 2008 – июль 2009



Источник: ОПЕК, МЭА

График 23. Динамика коммерческих запасов нефти в США и ОЭСР, январь 2007 – июнь 2009



Источник: Министерство Энергетики США

По прогнозам ведущих аналитиков, во втором полугодии 2009 г. спрос на нефть не уменьшится, а к концу года может и возрасти. Существенных изменений в политике ОПЕК до конца года ожидать также не приходится: следующая встреча картеля состоится в сентябре, и даже если произойдут изменения квот, эффекта следует ожидать в 2010 г. К лету стало заметно сглаживание контанго на рынке фьючерсов. Следовательно, текущая цена (60-70 долл./барр.) воспринимается рынком как более близкая к равновесному уровню.

В среднесрочном периоде опасения вызывает ситуация с переносом срока реализации ряда инвестиционных проектов в отрасли (в т. ч. и в странах ОПЕК). Это может привести к возникновению дефицита топлива после восстановления мировой экономики через 2-3 года. Поэтому обострились дискуссии о необходимости достижения стабильной и «справедливой» цены на нефть. Чаще всего речь идет о 70-80 долл./барр.: этот уровень близок к верхней границе предельных издержек добычи нефти. Но пока глобальная экономика еще далека от восстановления, текущие значения цен (60-70 долл. за барр.) представляются приемлемыми для преодоления кризисных явлений и импортерами, и экспортерами топлива.

5. Просроченная задолженность – «кто больше»?

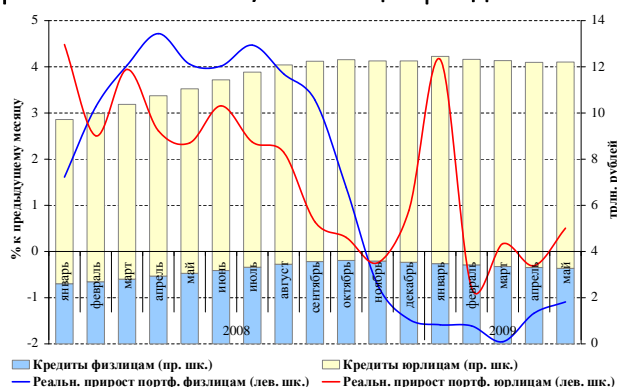
Новости

- Уровень просроченной задолженности по кредитному портфелю российских банков составил на начало июня 3,9%, что почти в 2 раза превышает аналогичный показатель за III квартал 2008 года.²
- ЦБ РФ, следуя сложившейся за последние годы практике, не стал публиковать результаты стресс-тестов российской банковской системы, ограничившись заявлением об «очень, очень, очень слабой тенденции к небольшому улучшению результатов» в конце весны относительно первого квартала 2009 года.

Анализ

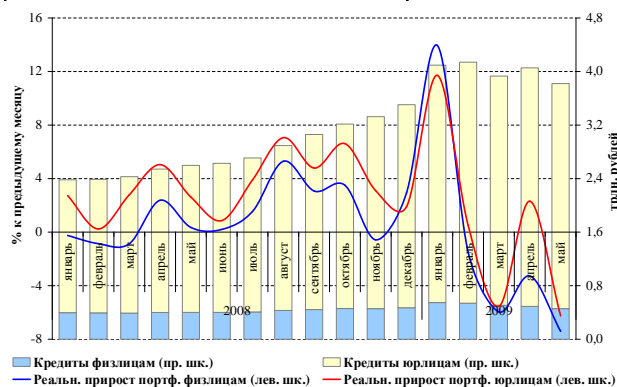
Проблема плохих долгов в российской банковской системе остается одной из самых обсуждаемых в широком экспертном и банковском сообществе. Считается, что именно плохие долги могут спровоцировать новый виток проблем в финансовой сфере в ближайшее время, и привести к нагнетанию, так называемой, «второй волны» кризиса. Однако разброс публичных суждений и прогнозов с момента нашей последней публикации по данному вопросу (см. Мониторинг мирового кризиса #5) стал чрезмерно большим, как это традиционно происходит в том случае, когда проблема становится чересчур обсуждаемой. При этом последовательный экономический анализ не позволяет воспринимать всерьез многие популярные «крайние» (как пессимистические, так и оптимистические³) утверждения насчет плохих долгов. Мы по-прежнему считаем, что проблема плохих долгов очень серьезна и требует пристального внимания, однако не воспринимаем ситуацию как чрезвычайно негативную и, тем более, катастрофическую.

График 24. Рублевый кредитный портфель российских банков, на конец периода



Источник: ЦБ РФ, расчеты ИЭФ

График 25. Валютный кредитный портфель российских банков, на конец периода



Источник: ЦБ РФ, расчеты ИЭФ

Просроченная задолженность клиентов перед банками имеет множество детерминант, оказывающих сложное и неоднозначное воздействие на итоговую величину просрочки. Статистически корректного и более или менее универсального способа прогнозирования просроченной задолженности просто не существует. Тем не менее, есть простые закономерности, позволяющие анализировать динамику NPL. Одна из самых простых закономерностей – при прочих равных просрочка тем выше, чем «старее» кредитный портфель.

В постоянно обновляющемся кредитном портфеле велика доля новых кредитов, вероятность просрочки по которым априори ниже. При падении темпов кредитования и, тем более, при сокращении реальных объемов кредитных портфелей (см. Графики 24 и 25) просрочка будет расти в силу роста доли сомнительных кредитов в портфеле – погашаются в первую

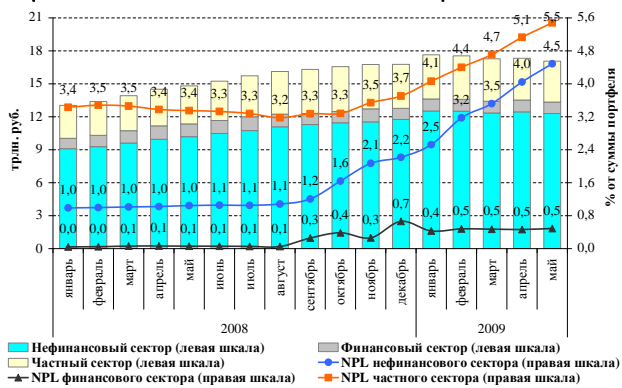
² Здесь и далее под просроченной задолженностью или NPL понимается показатель, рассчитанный по РСБУ и официально публикуемый ЦБ РФ. Оценки по МСФО обозначены отдельно.

³ Стоит признать, что последних заметно меньше.

очередь хорошие кредиты. Средний возраст кредитных портфелей российских банков (кредиты юрлицам) по нашим оценкам с III квартала 2008 г. по II квартал 2009 г. вырос с 20 до 23,5 месяцев по рублевым кредитам и с 27 до 29 месяцев по валютным. Несмотря на сугубо статистический характер роста просрочки вследствие устаревания портфеля (NPL вырастет в таких условиях, очевидно, даже если все платежеспособные заемщики таковыми и останутся), этот фактор необходимо учитывать при анализе динамики NPL.

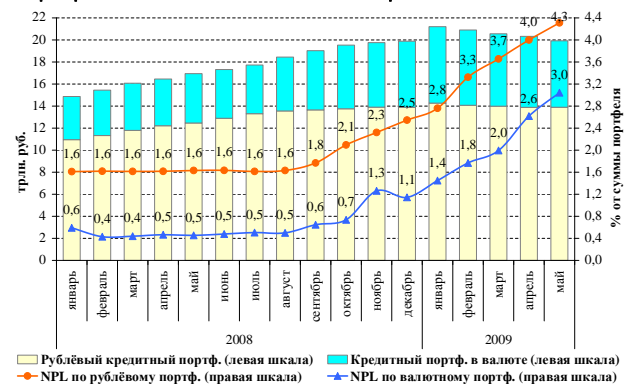
Следующий важный фактор в анализе просроченной задолженности – структура кредитного портфеля российских банков по типам заемщиков. Розничный банковский бизнес традиционно считается более рискованным с точки зрения возможных неплатежей. Платежеспособность заемщика-физлица не может быть изучена с той же подробностью, что и юрлица: справка о доходах дает меньшие просторы для анализа, нежели регулярная финансовая отчетность. Поэтому относительно более высокий уровень просрочки по розничному портфелю российских банков (см. График 26) – это вполне нормальная ситуация, как и его относительная инерционность. Однако столь резкое сокращение разницы между уровнями просрочки по портфелю физлицам и небанковским юрлицам (с 2 п.п. осенью прошлого года до 1 п.п. весной этого) отражает всю серьезность проблем в реальном секторе. Учитывая относительные размеры портфелей, можно прийти к выводу, что именно управление портфелем кредитов нефинансовому сектору банками будет играть решающую роль в развитии ситуации с плохими долгами. Без учета кредитов финансовому сектору (относительно более коротких и менее рискованных) просроченная задолженность по банковской системе уже приближается к 4,8% на начало июня.

График 26. Кредитный портфель эк. агентам – резидентам и NPL, на конец периода



Источник: ЦБ РФ, расчеты ИЭФ

График 27. Валютная структура кредитного портфеля и NPL, на конец периода



Источник: ЦБ РФ, расчеты ИЭФ

Не менее важным фактором, определяющим уровень NPL, является валютная структура кредитного портфеля. При параллельном росте просрочки, как по валютному, так и по рублевому портфелю, разница между их уровнями сохраняется. Последний факт особенно примечателен в свете проведенной в конце 2008 г. – начале 2009 г. плавной девальвации. Подобный эффект никогда не был бы достигнут при шоковой девальвации, несмотря на всю академическую обоснованность последнего сценария. Резкая девальвация привела бы к относительно более быстрому росту валютной просрочки и, следовательно, большему и более раннему давлению на балансы банков со стороны NPL. Плавная девальвация позволила заемщикам, имеющим фондирование и обслуживание кредитов в разных валютах и рассчитывавшим на ослабление валюты займа в период кредитных платежей, привести потоки доходов и платежей к общему «знаменателю». Не случайно единственное падение уровня просрочки (в валютном разрезе) с начала кризиса наблюдалось именно по валютному портфелю и именно в декабре (см. График 27).

Различия в отраслевом уровне просрочки являются прямым следствием неоднородности влияния кризисных процессов на различные отрасли экономики. При этом здесь также необходимо учитывать валютную структуру кредитных портфелей в отраслях, тем более что она не для всех отраслей соответствует представлениям об их экспортоориентированности или импортозамещении (см. Таблицы 4 и 5). Это говорит о том, что спекулятивные стимулы

(расчет на обесценение валюты займа) не чужды заемщикам реального сектора, что, вообще говоря, не очень нормально.

Таблица 4. Валютный портфель (млрд. руб.) и NPL (%) в разрезе видов деятельности⁴

Вид деятельности	Портф.	NPL
Добыча полезных ископаемых	461	6,7
Добыча топл -энерг. полезных ископаемых	311	9,2
Обрабатывающие производства	783	3,4
Производство пищевых продуктов	38	5,7
Обработка древесины и производство изделий из дерева	22	3,0
Целл.-бум. произв-во, издат. и полиграф. деятельность	27	4,6
Производство кокса, нефтепрод-ов и ядерн. материалов	24	0,4
Химическое производство	82	2,3
Производство прочих неметалл. и минер. продуктов	38	0,1
Металлург. произв-во и произв-во готовых металл. изделий	195	1,0
Производство машин и оборудования	63	1,1
Производство транспортных средств и оборудования	97	3,1
Производство и распределение электроэнергии, газа и воды	26	0,1
С.-х., охота и лесное хозяйство	54	13,2
Строительство	219	3,7
Транспорт и связь	197	1,0
Торговля и ремонт	781	4,3
Операции с недвижимостью	526	2,6
Прочие виды деятельности	659	2,6
РФ (портф. - сумма, проср. - средн.)	3 707	3,8

Источник: ЦБ РФ, расчеты ИЭФ

Таблица 5. Рублевый портфель (млрд. руб.) и NPL (%) в разрезе видов деятельности

Вид деятельности	Портф.	NPL
Добыча полезных ископаемых	2 872	1,1
Добыча топл -энерг. полезных ископаемых	155	1,3
Обрабатывающие производства	1 724	4,7
Производство пищевых продуктов	364	6,6
Обработка древесины и производство изделий из дерева	43	9,3
Целл.-бум. произв-во, издат. и полиграф. деятельность	44	4,9
Производство кокса, нефтепрод-ов и ядерн. материалов	40	1,7
Химическое производство	92	3,3
Производство прочих неметалл. и минер. продуктов	125	2,2
Металлург. произв-во и произв-во готовых металл. изделий	326	2,0
Производство машин и оборудования	169	2,6
Производство транспортных средств и оборудования	220	3,0
Производство и распределение электроэнергии, газа и воды	295	1,5
С.-х., охота и лесное хозяйство	666	2,4
Строительство	880	6,2
Транспорт и связь	537	2,2
Торговля и ремонт	2 268	7,3
Операции с недвижимостью	876	2,9
Прочие виды деятельности	1 500	2,3
РФ (портф. - сумма, проср. - средн.)	9 141	4,5

Источник: ЦБ РФ, расчеты ИЭФ

Ожидаемо высокие уровни просрочки наблюдаются в сельском хозяйстве (валютная просрочка) и лесной промышленности (рублевая просрочка) – эти отрасли относительно сильно пострадали от кризиса. Любопытные результаты дает сопоставление уровней просрочки в рублях и валюте по отраслям. В целом картина вполне естественна – связь между рублевой и валютной просрочкой по отраслям является ярко выраженной и положительной (при этом рублевая просрочка в среднем выше). Однако две отрасли выбиваются из этой закономерности – это добыча полезных ископаемых и сельское хозяйство. В обеих отраслях уровень валютной просрочки значительно выше уровня рублевой просрочки. Наряду с торговлей, строительством и пищевой промышленностью эти отрасли в настоящий момент концентрируют наибольшие риски роста уровня просроченной задолженности.

Региональные различия в уровнях NPL также соответствуют представлениям о тяжести кризисных явлений в тех или иных регионах страны. Мы считаем, что региональные различия видны более ярко в уровне просрочки по портфелю кредитов физлицам (см. Таблицы 3 и 4). Дифференциация кредитов юрлицам по регионам, во-первых, определяется картиной по отраслям, а во-вторых, несет в себе значительные искажения в силу особенностей учетной и налоговой политики многих компаний.

Распределение валютных кредитов по регионам и значения уровня валютной просрочки сильно ассиметричны. Всего шесть областей имеют уровень валютной просрочки выше среднего, но с учетом объема приходящегося на них портфеля (ок. 70%) они «уравновешивают» все остальные регионы.

⁴ В Таблицах 1 и 2 приведены значения на конец мая 2009 г.

Таблица 6. Валютный портфель (млрд. руб.) и NPL (%) в разрезе регионов⁵

Регион	Портф.	NPL
Московская область	71	10,2
Ярославская область	1,2	9,6
Калининградская область	5,2	8,1
Воронежская область	1,7	7,3
Омская область	2,2	6,6
г. Москва	234	6,2
Тамбовская область	0,6	5,4
Смоленская область	1,8	5,4
Магаданская область	0,1	5,3
Ямало-Ненецкий АО	0,2	5,1
РФ (портф. - сумма, проср. - средн.)	456	5,8

Источник: ЦБ РФ, расчеты ИЭФ

Таблица 7. Рублевый портфель (млрд. руб.) и NPL (%) в разрезе регионов

Регион	Портф.	NPL
Калининградская область	19	8,0
Волгоградская область	31	7,9
Московская область	168	7,4
Кемеровская область	79	7,1
Омская область	52	7,1
Нижегородская область	80	7,1
г. Москва	312	7,0
Ростовская область	83	6,6
Самарская область	98	6,6
Еврейская АО	3	6,6
РФ (портф. - сумма, проср. - средн.)	3 267	5,4

Источник: ЦБ РФ, расчеты ИЭФ

При этом стоит отметить «лидирующие» или близкие к ним позиции Московской области по уровням как рублевой, так и валютной просрочки. Это, очевидно, объясняется доступностью кредита в предкризисный период и относительно более низкими (чем, например, в Москве) возможностями населения противостоять экономическим шокам, влияющим на благосостояние. Также отметим «нетипичное» соотношение рублевой и валютной просрочки в Московской области на фоне высокой доли валютных кредитов в общем областном портфеле. Это говорит в первую очередь о нерациональности заемщиков, не стремящихся балансировать потоки доходов и платежей в валютах и (возможно несознательно или из сугубо спекулятивных соображений) принимающих излишний валютный риск. Рублевая просрочка, в отличие от валютной, распределена по регионам более равномерно, и выявить области в которых сконцентрирован основной риск будущего роста рублевой NPL уже достаточно затруднительно. Здесь проблема, в отличие от предыдущих случаев, носит ярко выраженный системный характер, хотя размах вариации рублевой просрочки по регионам не выглядит пока опасным.

Будущий рост просроченной задолженности в кредитных портфелях банков опасен, в первую очередь, из-за возможного давления на уровень капитализации банков, а также по причине последующего сокращения денежного предложения, создаваемого банками. Последний фактор часто упускается из виду, в результате чего считается, что проблема плохих долгов — это проблема самих банков, и государство не должно чересчур активно участвовать в ее решении. Однако банк, создающий дополнительные резервы под растущие будущие потери по неработающим кредитам из прибыли (если она есть) и, возможно, капитала сверх нормативов, отвлекает значительную часть средств из потенциальных кредитных ресурсов. Банки с высоким NPL и нерасчищенными балансами лишь усугубляют кредитное сжатие — в таких условиях Правительству тяжело рассчитывать на восстановление активного кредитования реального сектора. С этой точки зрения проблемы расчистки банковских балансов и прямой докапитализации не являются симметричными. Расчистка балансов с помощью тех или иных инструментов была бы более эффективным способом решения проблемы просроченной задолженности и преодоления кредитного сжатия, что конечно не отменяет и относительной трудности реализации расчистки балансов по сравнению с докапитализацией. Тем не менее, даже первоначальных шагов в виде создания соответствующих инструментов и схем по системному освобождению банков от плохих активов пока сделано не было. Гораздо большее внимание уделяется *предсказанию* уровня просроченной задолженности на конец года и расчету необходимых дополнительных вливаний в капитал.

Вопрос прогнозирования ожидаемого в конце года NPL упирается в несколько важных аспектов. Наиболее дискуссионный из них: что считать истинным уровнем просроченной задолженности, показатель, рассчитываемый по РСБУ, или по МСФО? Показатель по МСФО

⁵ В Таблицах 3 и 4 приведены значения для портфеля кредитов физлицам на конец мая 2009 г., представлены 10 регионов с наибольшим уровнем NPL по каждой из валют

отражает долю всех кредитов, по которым просрочен хотя бы один платеж, в общем объеме портфеля. Показатель по РСБУ отражает только долю просроченных платежей. При этом учет просрочки по МСФО допускает значительные вольности в классификации плохих кредитов, и, вообще говоря, не имеет единственного точного индикатора просрочки. По МСФО можно строить несколько индикаторов NPL, в зависимости от того, какой срок просрочки (минимум 1 день, месяц, и т.д.) считать критическим (см. Таблицу 5). РСБУ пока оценивает просрочку с первого дня несовершенного платежа. Сравнение показателей по МСФО и РСБУ не дает однозначного ответа на вопрос, какой индикатор считать наилучшим.

Таблица 8. Сравнение просрочки по МСФО и РСБУ для крупнейших банковских групп⁶

Банковские группы (консолид.)		Портф.	Резерв	Просрочка по МСФО, 2008				РСБУ 2008	РСБУ I-2009
				1+	30+	60+	90+		
Сбербанк	млрд. руб.	5283	202	247	158	108	91	89	129
	% к портфелю	-	3,8	4,7	3,0	2,0	1,7	1,8	2,5
ВТБ ⁷	млрд. руб.	2650	95	116	74	50	43	32	62
	% к портфелю	-	3,6	4,4	2,8	1,9	1,6	1,8	3,5
ГПБ (банк. подр.) ⁸	млрд. руб.	654	24	41	19	-	12	8	26
	% к портфелю	-	3,6	6,3	2,9	-	1,9	1,1	3,0
Россельхозбанк	млрд. руб.	469	17	19	16	-	11	8	10
	% к портфелю	-	3,5	4,0	2,9	-	1,9	1,9	2,1
Банк Москвы	млрд. руб.	517	13	20	18	-	-	6	9
	% к портфелю	-	2,5	3,9	3,5	-	-	1,1	1,7
Альфа-Банк	млрд. руб.	563	35	38	17	-	6	35	52
	% к портфелю	-	6,2	6,8	2,9	-	1,1	7,5	11,7

Источник: Отчеты компаний, Спарк-Интерфакс, расчеты ИЭФ

Наиболее популярным индикатором просрочки по МСФО является показатель на основе «90+», но он численно для крупнейших банковских групп мало отличается от показателя по РСБУ (за исключением Альфа-Банка), по крайней мере, на последнюю отчетную дату. Поэтому озвучиваемые прогнозы просрочки в 20% и даже 30% к концу года «на основе МСФО» (по умолчанию считаем, что имеется в виду «90+») вряд ли сбудутся – это бы значило аналогичный рост просрочки по РСБУ с 4% до 20%, то есть в среднем на 2,2 п.п. в месяц (с начала кризиса в среднем 0,3 п.п.). Просрочка в 20% к концу года по МСФО на основе «1+» более реалистична, но это, скорее всего, завышенная оценка. Тем более, надо понимать, что резервы на возможные потери по ссудам (и косвенно – потребности в капитале) все равно рассчитываются на основе требований ЦБ, аналогичных РСБУ. Правда, стоит отметить, что здесь мы не рассматриваем вопрос рисковости пролонгированных кредитов, которые потенциально повышают будущий NPL.

Что касается объемов возможной докапитализации в случае «20% NPL к концу года», то здесь мы согласны с текущими консенсусными оценками в районе 1,2 – 1,3 трлн. рублей (но считаем это верхней оценкой, так как «20% NPL к концу года» вряд ли сбудется). При этом около 800 млрд. из них уже были предоставлены, а еще 500 млрд., если верить заявлениям представителей Правительства, зарезервированы для помощи банковской системе до конца года. Мы считаем, что государственная докапитализация, скорее всего, будет носить точечный характер. Большинство банков имеет значительный запас прочности по критическому NPL – накопленные резервы примерно в 3 раза превышают показатель NPL по РСБУ и больше NPL по МСФО на основе «30+». Пессимистические же прогнозы представителей банковского сектора об уровне NPL и объемах докапитализации стоит воспринимать с учетом их желания получить длинные и дешевые государственные ресурсы.

⁶ 2008 – данные на конец года, I-2009 – на конец первого квартала 2009 года. Просрочка по МСФО – в зависимости от того, какой срок просрочки в днях (1, 30, 60, 90) считать критическим.

⁷ Оценка просрочки по МСФО на основе соотношения резервов и просрочки для Сбербанка. ВТБ в отчетности по МСФО публикует просрочку аналогичную, по сути, РСБУ.

⁸ Оценка просрочки по срокам на основе соответствующих соотношений по кредитам физлицам (для юрлиц разбивка просрочки по срокам не предоставляется в консолидированной отчетности ГПБ).

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
Alexei Ivashchenko
a_ivaschenko@fief.ru

Junior Expert
Alexander Kurdin
a_kurdin@fief.ru