

## МОНИТОРИНГ МИРОВОГО КРИЗИСА

Мир сотрясает очередной финансовый шок. На этот раз источником напряжения стала развитая Европа. Леонид Григорьев в разделе [«Новый финансовый шок – удар в спину подъема?»](#) показывает, с какими проблемами сейчас сталкиваются национальные экономики и правительства в борьбе с рецессией. Президент ИЭФ отмечает, что если не произойдет реструктуризации долгов ряда стран – что было опасно делать в настоящий момент – то новые «антикризисные» долги и снижение доходов госслужащих, сокращение социальных расходов и различных госпрограмм приведут к длительному обострению проблемы задолженности целого ряда среднеразвитых стран. Кризис в Европе породил политические и медийные дебаты по выживаемости ЕС и еврозоны. Стало очевидным, что конструкции обоих были рассчитаны больше на обстановку общего благоденствия. На черный финансовый день мало что оказалось заготовлено – все создается в острой обстановке. Надежда состоит в том, чтобы потянуть время, дать экономическому росту в мире обогнать долговой кризис, сдвинуть острые события на период более здорового роста и низких общих рисков. Тогда долговой кризис ряда стран может остаться сложной, но локальной проблемой, а не триггером тяжелых потрясений в фазе оживления.

Пока проблемы в южном поясе Европы создают почву для спекуляций над евро, на северной периферии – в странах Балтии эти проблемы приносят скорее выгоду. В разделе [«Латвия – подъем на слабом евро»](#) показано, что хотя в целом положение прибалтийских государств остается весьма тяжелым, ослабление евро оказывает им существенную поддержку, столь необходимую в трудные времена. С одной стороны, их товары на рынках вне стран еврозоны относительно дешевеют, а на рынках стран еврозоны конкуренты из прочих стран теперь зарабатывают меньше, чем ранее. Восстановление экспорта в Латвии весьма ощутимо – в первом квартале 2010 г. он вырос на 14,3% и стал основным фактором роста промышленного производства. Но устойчивость роста подрывает растущая безработица.

Проблемы в Европе будоражат финансовые рынки. Руководству ЕС пришлось прибегнуть к беспрецедентной мере и объявить в начале мая о создании фонда помощи «проблемным» странам союза объемом до триллиона долларов. Однако столь серьезная мера, похоже, еще больше испугала инвесторов. Все боятся «долгового заражения» в ЕС и примеряют новые страны на роль шестой буквы в казалось бы устоявшейся аббревиатуре PIIGS. Пока инвесторам видится, что «шестой Грецией» должна стать Великобритания. Подробнее – в разделе [«Долги стран ЕС: кто следующий?»](#).

Беспокойство на финансовых рынках естественно не замедлило перекинуться на сырье. В разделе [«Сырьевые товары: все выше и ниже»](#) отмечается, в середине мая на рынок нефти вернулось еще одно явление из периода острого кризиса – глубокое контанго на рынке фьючерсов. С одной стороны, оно свидетельствует о вере инвесторов в скорое возвращение цен на прежние уровни, с другой стороны, стимулирует создание запасов, информация о размере которых действует на рынки отрезвляюще.

В начале мая американский фондовый рынок пережил небывалое событие, анализу причин которого посвящен раздел [«Что произошло 6 мая 2010?»](#). Судя по всему, обвал 6 мая был вызван совокупностью проблем в регулировании и деятельности фондового рынка США. Технологии торговли ценными бумагами сильно развились и усложнились, тогда как организационная и регулятивная среда пока не соответствуют современным требованиям. Инцидент 6 мая показал это во всей убедительности.

## **Содержание**

<i>Новый финансовый шок – удар в спину подъема?</i>	3
<i>Основные показатели мировой экономики</i>	6
<i>Мировая экономика</i>	
Латвия – подъем на слабом евро	8
Долги стран ЕС: кто следующий?	10
<i>Товарные рынки</i>	
Сырьевые товары: все выше и ниже	12
<i>Финансы</i>	
Что произошло 6 мая 2010?	14

## ***Новый финансовый шок – удар в спину подъема?***

Тяжесть мирового кризиса 2008-2010 годов была связана с предшествующим финансовым шоком. Банковская система все еще не восстановилась, а реформы финансовой архитектуры и регулирования идут медленно и сдерживают рост в фазе восстановления. За два года было списано активов банков на колоссальную сумму в 1,6 триллиона долларов. Источником «заражения» были ипотечные бумаги, страховые свопы, CDS, CDO и различные деривативы. Кризис оказался сконцентрированным в наиболее развитых странах мира – теперь это среднеразвитые страны с менее устойчивой экономикой.

Промышленная рецессия, как мы и опасались, отрицательно воздействовала на государственные финансы не только своей остротой, но также и своей длительностью. Для поддержания спроса и ликвидности банков власти стран «двадцатки» закачали огромные средства в экономику в условиях падения налоговых поступлений. И хотя мировая экономика перешла в фазу оживления, уже второй год дефициты госбюджетов практически повсеместно остаются высокими, суверенные долги растут и растут.

Немедленно начали играть важную роль факторы неравномерности подъема по странам, нервной оценки рынками страновых рисков суверенного долга и особенностей валютных систем. Разумеется, кризис только на короткий период синхронизировал направление движения основных экономических показателей большинства стран. В фазе оживления началось «разбредание» стран на три эшелона: Китай – впереди, США и большинство стран в середине, Греция, Латвия, Украина позади – и так далее. По долговой проблеме различия стран проявляются еще ярче: ряд стран имеют хорошие исходные рейтинги, другие еще не успели набрать долгов (Болгария), третьи по старинке девальвировали свою валюту и защищены от спекулянтов на какое-то время. Более других под ударом, естественно, оказались страны с сильной рецессией, накопленными долгами и низким доверием финансовых рынков – Греция и вслед за ней Португалия, Испания и далее по списку.

Порядочно «пороха» осталось «сухим» еще от старых долгов фазы подъема, а частично он накопился уже в ходе подъема – как часть мер по поддержанию государственных расходов. И, естественно, самое сложное на фазе восстановления – это обслуживание и рефинансирование массы долгов с помощью мирового финансового сектора, который только что уже списал триллионы долларов.

Повторяется сложная задача двухлетней давности в начале кризиса 2008 г.: как распределены ненадежные долги по финансовым учреждениям, кто их держит, тем более что ликвидность падает. Неопределенность такого рода была важным фактором в 2008 г.! Если бегство от ненадежных долгов охватит сразу несколько стран, то может начаться и серьезный второй шок. Триггер возможного шока понятен – это отказ какой-либо страны

обслуживать свой долг и отказ инвесторов рефинансировать его. Серьезность угрозы была признана в ЕС буквально за последние два месяца: создан пакет на 750 миллиардов евро для поддержки стран (110 – для Греции), которые могут занять и избежать дефолта в данный период. Европейский Центральный банк начал выкупать долг стран (уже 22 миллиарда у всех тех же стран), хотя ранее это было невозможно.

Опасность лежит – с учетом высокой безработицы и тяжести длительного кризиса – в социально-политических условиях. Меры по снижению госрасходов по МВФ – это проциклические меры, сжимающие внутренний спрос. Если не произойдет реструктуризации долгов ряда стран – что было опасно делать в настоящий момент – то новые «антикризисные» долги и снижение доходов госслужащих, сокращение социальных расходов и различных госпрограмм приведут к длительному обострению проблемы задолженности целого ряда среднеразвитых стран. Но на данном этапе – скажем, до конца 2010 года или до восстановления устойчивого роста в ядре развитых стран в 2011 году – внутренняя политическая устойчивость отдельных стран может оказаться под угрозой. Смена правительств идет повсеместно на каждых выборах. Единственная «хорошая новость» состоит в том, что в Греции парламентская (правоцентристская) оппозиция была лишь недавно разгромлена на выборах октября 2009 года, и предшествующее правительство дискредитировано манипуляциями со статистикой бюджетного дефицита и национальных долгов.

Новый шок вызвал бы сразу цепную реакцию у ряда стран и финансовых институтов. Проблемы с госдолгами плохи тем, что это всегда большие объемы, которые всегда числились в надежных активах у банков и всех инвесторов. Сдвиг по надежности гособлигаций в портфелях, конечно, носит «заразительный характер». Видимо, это затруднило и удорожило бы новое финансирование даже для непричастных стран и компаний. Можно говорить в лучшем случае о задержке оздоровления банковской системы мира и задержке выхода из кризиса для многих стран. Именно это обстоятельство воздействует на рынок нефти – отдаление мирового экономического подъема сбивает ожидания в динамике цен. Если спрос начнет замедляться – как бы опять не пришлось прибегнуть к помощи ОПЕК и надеяться на ее внутреннюю дисциплину.

В этой обстановке начались политические и медийные дебаты по выживаемости ЕС и еврозоны. Стало очевидным, что конструкции обоих были рассчитаны больше на обстановку общего благоденствия. Механизмы взаимодействия ЕС приспособлены больше к использованию преимуществ большого рынка товаров, труда и капитала, к выравниванию развития стран – созданию стимулов и различных перераспределительных механизмов. На черный финансовый день мало что оказалось заготовлено – все создается в острой обстановке. Нарушены потолки бюджетных дефицитов, вокруг которых еще два года назад шли дебаты (и наказания со стороны Европейской Комиссии) по

десятым долям процента от ВВП – теперь это несколько процентов поверх «старой» предельной нормы в 3% ВВП. Евроскептики наслаждаются ситуацией – это их день настал!

Но ЕС и ведущие страны – прежде всего Германия – пошли сейчас на пакет помощи средиземноморским странам, в котором отказали два года назад новым членам на Востоке ЕС. Борьба за сохранение политической конфигурации ЕС будет очень серьезной. Процесс выхода кого-то из ЕС или даже длительного сомнения в устойчивости ЕС слишком опасен для всего мира. Тихое признание чрезмерности расширения ЕС в последнее десятилетие возложит на ведущие страны дополнительное бремя и вызовет скорее замедление общего роста.

Еще сложнее с еврозоной. Неравномерность уровней развития стран ЕС означает в частности необходимость наличия инструментов и адекватных мер адаптации как к внутренним проблемам, так и к внешним шокам. Принятие евро является огромным достижением в спокойной обстановке, но «валютные качели» с долларом при нависающем «дешевом юане» – сразу проблема в условиях рецессии. Оказалось, что вместе с евро росли спекулянты, которые скучают по счастливым временам, когда центральные банки защищали курсы своих валют и давали нажиться. Теперь все снова оказались в некоей ловушке – стране нельзя быстро выйти из еврозоны и девальвироваться (Латвия даже на «отвязывание» лата не может решиться). Такое событие как выход из евро само по себе по ходу процесса настолько бы подняло уровень неопределенности, что могло бы вызвать ухудшение положения еврозоны и стать триггером финансового шока. Надежда состоит в том, чтобы потянуть время, дать экономическому росту в мире обогнать долговой кризис, сдвинуть острые события на период более здорового роста и низких общих рисков. Тогда долговой кризис ряда стран может остаться сложной, но локальной проблемой, а не триггером тяжелых потрясений в фазе оживления.

Леонид Григорьев, Президент ИЭФ

**Основные показатели мировой экономики**
**Таблица 1. Основные макроэкономические показатели по ведущим странам мира, 2008-2010, % к предкризисному максимуму**

	2008	2009	2009	2010	2010	
			IV	I	фев	мар
<b>Динамика ВВП, % к предкризисному максимуму (II квартал 2008 г.)</b>						
США	-0,8	-3,2	-2,0	-1,2	-	-
ЕС-27	-0,7	-4,8	-4,7	н/д	-	-
Великобритания	-0,9	-5,8	-5,8	-5,6	-	-
Германия	-0,6	-5,5	-4,9	-4,7	-	-
Франция	-0,4	-2,9	-2,4	-2,2	-	-
Япония	-1,0	-6,2	-5,2	н/д	-	-
Бразилия	-0,4	-1,2	0,1	0,0	-	-
Россия	-0,9	-9,7	-7,4	-6,4	-	-
Индия	0,6	6,3	8,2	н/д	-	-
<b>Динамика промышленного производства, % к предкризисному максимуму (апрель 2008 г.)</b>						
США	-2,0	-11,5	-10,3	-8,7	-8,8	-8,6
ЕС-27	-4,8	-17,9	-17,0	-14,2	-14,4	-13,3
Великобритания	-3,1	-19,4	-17,3	-16,0	-16,8	-14,7
Германия	-4,7	-16,2	-15,0	-13,6	-13,8	-13,0
Франция	-2,5	-12,4	-12,9	-11,6	-11,9	-10,2
Япония	-3,6	-24,5	-18,0	-14,6	-15,0	-14,7
Бразилия	-3,4	-10,4	-4,4	0,7	0,6	3,4
Россия	-3,4	-13,8	-11,7	-10,5	-10,4	-10,2
Индия	-0,8	5,7	11,3	14,4	14,4	13,7
Китай	0,6	12,6	18,5	21,5	20,8	23,6
<b>Индекс потребительских цен, % к предкризисному максимуму (апрель 2008 г.)</b>						
США	0,2	0,1	1,5	1,9	1,9	2,0
ЕС-27	0,3	1,3	1,9	2,2	2,1	2,9
Великобритания	0,8	3,0	4,2	5,0	4,9	5,5
Германия	0,6	0,8	1,0	1,4	1,3	1,9
Франция	0,1	0,2	0,6	1,2	1,2	1,7
Япония	0,8	-0,6	-1,1	-1,4	-1,6	-1,3
Бразилия	1,3	6,3	7,8	16,7	17,5	23,6
Россия	2,0	13,8	15,5	18,6	18,6	19,3
Индия	2,6	13,8	21,2	23,9	23,2	н.д.
Китай	-0,7	-1,5	-1,1	1,0	1,6	1,0
<b>Уровень безработицы, разница в п.п. от предкризисного минимума (апрель 2008 г.)</b>						
США	0,8	4,3	5,0	4,7	4,7	4,7
ЕС-27	0,3	2,2	2,7	2,9	2,9	2,9
Великобритания	0,6	2,5	2,6	2,8	2,8	2,8
Германия	-0,1	0,1	0,1	0,0	0,0	-0,1
Франция	0,3	1,9	2,4	2,5	2,5	2,5
Япония	0,1	1,2	1,3	1,4	1,3	1,7
Бразилия	-0,3	0,1	-0,8	-0,6	-0,6	-0,4
Россия	0,4	2,4	2,0	2,8	2,6	2,6
Китай (зарегистрированная)	0,0	0,3	0,3	0,2	-	-
<b>Фондовые индексы, % к предкризисному максимуму (апрель 2008 г.)</b>						
США (S&P 500)	-34,8	-19,5	-19,5	-15,6	-20,3	-15,6
ЕС-27 (Eurostoxx 50)	-35,9	-22,5	-22,5	-23,4	-28,7	-23,4
Великобритания (FTSE 100)	-27,2	-11,1	-11,1	-6,7	-12,0	-6,7
Германия (DAX)	-30,8	-14,3	-14,3	-11,4	-19,4	-11,4
Франция (CAC 40)	-35,6	-21,2	-21,2	-20,5	-25,8	-20,5
Япония (Nikkei 225)	-36,0	-23,9	-23,9	-19,9	-26,9	-19,9
Бразилия (Bovespa)	-44,7	1,1	1,1	3,7	-2,0	3,7
Россия (RTS)	-70,2	-31,9	-31,9	-25,9	-33,5	-25,9
Индия (BSE-500)	-47,8	-0,6	-0,6	0,5	-5,3	0,5
Китай (Shanghai Composite)	-50,7	-11,3	-11,3	-15,8	-17,4	-15,8

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

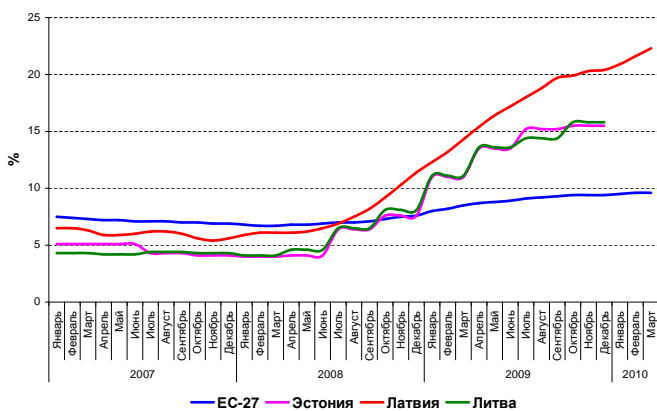
**Таблица 2. Основные макроэкономические показатели по ведущим странам мира, 2008-2010, % к соответствующему периоду прошлого года**

	2008	2009	2009	2010	2010	
			IV	I	фев	мар
<b>Динамика ВВП, % к соответствующему периоду прошлого года</b>						
США	0,4	-2,4	0,1	2,5	2,5	2,9
ЕС-27	0,7	-4,2	-2,3	н/д	-	-
Великобритания	0,5	-4,9	-3,1	-0,3	-	-
Германия	1,0	-4,9	-2,2	1,5	-	-
Франция	0,1	-2,5	-0,4	1,2	-	-
Япония	-1,0	-5,2	-1,4	н/д	-	-
Бразилия	5,1	-0,8	2,0	н/д	-	-
Россия	5,8	-8,9	-5,6	5,1	-	-
Индия	6,4	5,7	6,2	н/д	-	-
Китай	9,0	8,7	10,7	11,9	-	-
<b>Динамика промышленного производства, % к соответствующему периоду прошлого года</b>						
США	-2,2	-9,7	-4,7	2,3	1,9	3,8
ЕС-27	-1,8	-13,8	-7,0	3,6	3,4	6,1
Великобритания	0,0	-16,9	-9,1	6,1	6,4	9,1
Германия	-2,5	-12,1	-4,7	4,0	3,1	6,3
Франция	-3,0	-10,1	-6,2	-0,1	-0,3	2,0
Япония	-3,2	-21,7	-5,2	25,4	29,5	28,4
Бразилия	2,7	-7,2	6,2	19,0	18,5	20,0
Россия	2,4	-10,8	-2,8	4,3	4,6	5,8
Индия	4,4	6,6	13,0	14,6	14,3	13,5
Китай	13,0	12,0	18,1	14,8	14,2	14,1
<b>Индекс потребительских цен, % к соответствующему периоду прошлого года</b>						
США	3,8	-0,1	2,3	3,3	3,1	3,0
ЕС-27	3,7	1,0	1,0	1,7	1,5	1,9
Великобритания	3,6	2,2	2,1	3,3	3,0	3,4
Германия	2,8	0,2	0,3	0,8	0,5	1,2
Франция	3,2	0,1	0,4	1,5	1,4	1,7
Япония	1,4	-1,4	-2,0	-1,1	-1,1	-1,1
Бразилия	5,7	4,9	4,3	11,5	12,1	17,7
Россия	14,1	11,6	9,2	7,0	6,9	6,2
Индия	8,4	10,9	13,3	15,5	14,9	н.д.
Китай	5,9	-0,8	0,4	2,2	2,7	2,4
<b>Уровень безработицы, % ЭАН</b>						
США	5,8	9,3	10,0	9,7	9,7	9,7
ЕС-27	7,0	8,9	9,4	9,6	9,6	9,6
Великобритания	5,7	7,6	7,7	7,9	7,9	7,9
Германия	7,3	7,5	7,5	7,4	7,4	7,3
Франция	7,9	9,5	10,0	10,1	10,1	10,1
Япония	4,0	5,1	5,2	5,3	5,2	5,6
Бразилия	7,7	8,1	7,2	7,4	7,4	7,6
Россия	6,4	8,4	8,0	8,8	8,6	8,6
Китай (зарегистрированная)	4,1	4,3	4,3	4,2	-	-
<b>Фондовые индексы, пункты</b>						
США (S&P 500)	903	1 115	1 115	1 169	1 104	1 169
ЕС-27 (Eurostoxx 50)	2 451	2 966	2 966	2 931	2 728	2 931
Великобритания (FTSE 100)	4 434	5 413	5 413	5 680	5 355	5 680
Германия (DAX)	4 810	5 957	5 957	6 154	5 598	6 154
Франция (CAC 40)	3 218	3 936	3 936	3 974	3 709	3 974
Япония (Nikkei 225)	8 860	10 546	10 546	11 090	10 126	11 090
Бразилия (Bovespa)	37 550	68 588	68 588	70 372	66 503	70 372
Россия (RTS)	632	1 445	1 445	1 572	1 411	1 572
Индия (BSE-500)	3 597	6 842	6 842	6 920	6 518	6 920
Китай (Shanghai Composite)	1 821	3 277	3 277	3 109	3 052	3 109

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

## I. Латвия – подъем на слабом евро

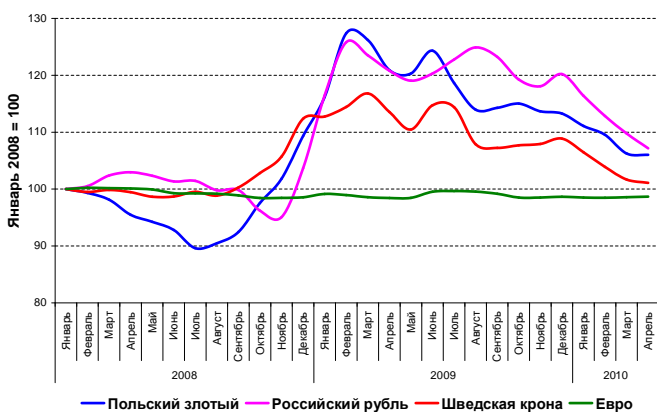
График 1. Безработица в странах Балтии и ЕС, 2007-2010, %



Источник: Европейское статистическое агентство

*«И хотя в целом положение прибалтийских государств остается весьма тяжелым, ослабление евро оказывает им существенную поддержку, столь необходимую в трудные времена»*

График 2. Динамика курса лата по отношению к валютам основных торговых партнеров, 1989-2010 гг., %



Источник: МВФ, национальные статистические комитеты, оценка ИЭФ

*«Власти ни одной из стран не отказались от политики жесткого обменного курса – это был предмет их гордости все годы независимости»*

### Новости

- В первом квартале ВВП Латвии сократился на 6% по отношению к соответствующему периоду прошлого года, но впервые был зафиксирован рост по отношению к предыдущему кварталу – на 0,3%.
- В марте безработица в Латвии поставила очередной негативный рекорд – она возросла до 22,3%, что стало худшим результатом среди стран Балтии и ЕС. В целом за первый квартал 2010 г. безработица составила 21,6%, увеличившись по сравнению с предыдущим кварталом на 1,4%.
- Позитивные явления проявляются в секторе промышленного производства – в марте промышленный выпуск увеличился на 9,9% по сравнению с февралем текущего года и на 11,4% по сравнению с мартом предыдущего года. В целом за первый квартал промышленное производство выросло на 7,4% по сравнению с соответствующим кварталом предыдущего года.

### Анализ

В то время пока лидеры европейских государств мечут громы и молнии в сторону рейтинговых агентств, незаслуженно, по их мнению, снижающих рейтинги стран еврозоны, а также проявляют явное неудовольствие от ослабления евро на финансовых рынках, в объединенной Европе находятся страны, испытывающие тихую, но очень большую радость по поводу всех этих неурядиц.

Проблемы с греческим долгом, а также нарастание напряженности в отношении Испании, Италии и Португалии давно породили неблагозвучные названия для этой части Европы. И пока южный пояс Европы создает почву для спекуляций над евро, на северной периферии – в странах Балтии эти проблемы приносят скорее выгоду. И хотя в целом положение прибалтийских государств остается весьма тяжелым, ослабление евро оказывает им существенную поддержку, столь необходимую в трудные времена.

Валюты прибалтийских государств жестко привязаны к евро. В предыдущие годы это служило значимым фактором притока дешевого заемного иностранного капитала. Подавляющая часть кредитов номинировалась в евро, хотя доходы большей части населения были в национальной валюте.

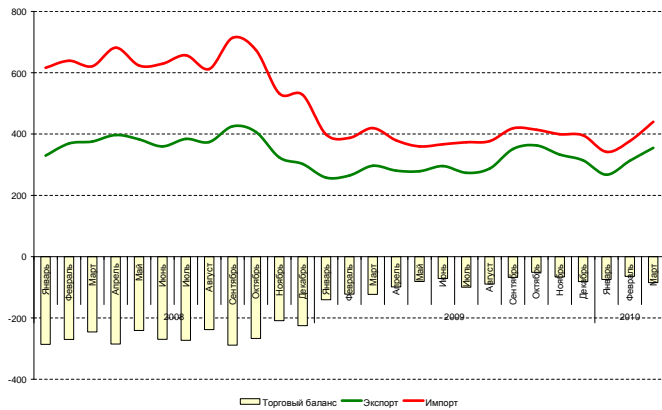
Финансовый кризис положил конец подобной практике, а над прибалтийскими валютами, в первую очередь латвийским латом, нависла угроза девальвации.

Власти ни одной из стран не отказались от политики жесткого обменного курса – это был предмет их гордости все годы независимости. Но если Эстонии и Литве это решение далось с меньшими потерями, благодаря более разумной экономической политике в преддверии кризиса, то Латвия столкнулась с



*«Фактически в каждой стране в той или иной степени стала реализовываться политика внутренней девальвации – в виде снижения цен и заработных плат»*

**График 3. Динамика внешней торговли Латвии, 2008-2010 гг., млн лат**



Источник: национальный статистический комитет

*«В тоже время идея внутренней девальвации в Латвии реализовалась лишь частично.*

*Сокращение зарплат в реальном выражении даже к концу года не достигло 10%, а в номинальном выражении и вовсе практически не произошло – средняя зарплата сократилась на 5 лат....*

*Основным антикризисным инструментом стало сокращение персонала»*

невозможностью привлечения средств с рынка и была вынуждена привлечь многомиллиардный кредит для финансирования дефицита бюджета.

Фактически в каждой стране в той или иной степени стала реализовываться политика внутренней девальвации – в виде снижения цен и заработных плат. Предполагалось, что снижение цен позволит компаниям стать более конкурентоспособными, а снижение заработных плат повысит их устойчивость и расширит возможности по приспособлению к новым реалиям.

Вопрос взаимосвязи между повышением конкурентоспособности и внутренней девальвацией весьма сложен. С одной стороны, значительный объем поставок товаров из стран Прибалтики идет на их внутренние рынки и страны Еврозоны. Падение физических объемов спроса здесь играет более значимую роль, чем вопрос стоимости, но только при условии поставки пищевых товаров высокого качества. Естественно, что для остальных товаров, в первую очередь при поставках пищевой продукции и промышленного сырья, страны Балтии сталкиваются с серьезной конкуренцией из других стран, не входящих в еврозону, чьи валюты девальвировались во время кризиса. Аналогично и на рынке стран СНГ, первоначальное удорожание евро и, соответственно, стоимости прибалтийских валют, существенно снизило их привлекательность, что вылилось в падение экспорта в восточном направлении. В частности, экспорт Латвии сократился в первом квартале 2009 г. более чем на четверть.

Теперь ослабление евро на мировом валютном рынке оказывает двойную пользу для стран Балтии – с одной стороны, их товары на рынках вне стран еврозоны относительно дешевеют, а на рынках стран еврозоны конкуренты из прочих стран теперь зарабатывают меньше, чем ранее. Восстановление экспорта в Латвии весьма ощутимо – в первом квартале 2010 г. он вырос на 14,3% и стал основным фактором роста промышленного производства.

В тоже время идея внутренней девальвации в Латвии реализовалась лишь частично. Сокращение зарплат в реальном выражении даже к концу года не достигло 10%, а в номинальном выражении и вовсе практически не произошло – средняя зарплата сократилась на 5 лат. Дефляция не превысила 4%. Основным антикризисным инструментом стало сокращение персонала. Естественно, это вызвало рост безработицы, который до сих пор продолжается.

Очевидно, что перспективы общеэкономического подъема на фоне растущей безработицы пока крайне туманны. Устойчивый рост будет возможен только при соответствующем росте занятости. Но в любом случае, Латвии потребуются не один год, чтобы безработица вновь вышла на предкризисный уровень.

## 2. Долги стран ЕС: кто следующий?

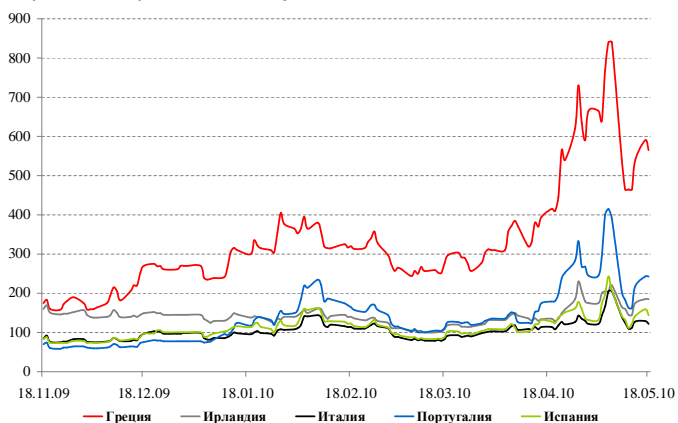
Таблица 1. Прогноз основных макроэкономических показателей в ЕС-27 и Греции

Показатель	2009 о	2010 п	2011 п
<b>ЕС-27</b>			
ВВП, % г/г	-4,2	1,0	1,7
<i>в т.ч. вклад по компонентам</i>			
внутренний спрос	-3,0	-0,1	1,2
инвестиции	-1,1	0,5	0,2
чистый экспорт	-0,1	0,6	0,3
Безработица, % ЭАН	8,9	9,8	9,7
Инфляция, % г/г	1,0	1,8	1,7
Деф. бюдж., % ВВП	-6,8	-7,2	-6,5
Госдолг, % ВВП	73,6	79,6	83,8
<b>Греция</b>			
ВВП, % г/г	-2,0	-3,0	-0,5
<i>в т.ч. вклад по компонентам</i>			
внутренний спрос	-2,5	-4,8	-2,4
инвестиции	-0,1	-1,9	0,1
чистый экспорт	0,7	3,8	1,8
Безработица, % ЭАН	9,5	11,8	13,2
Инфляция, % г/г	1,3	3,1	2,1
Деф. бюдж., % ВВП	-13,6	-9,3	-9,9
Госдолг, % ВВП	115,1	124,9	133,9

Источник: Европейская комиссия (апрель 2010)

«Конечно, движение рынков в настоящий момент по большей части спекулятивно. Мы уже отмечали <...>, что те же страны Прибалтики с точки зрения рисков платежеспособности должны стоять в одном ряду со странами PIIGS, однако фундаментальные факторы сейчас не определяют поведение инвесторов. Все боятся «долгового заражения» в ЕС...»

График 4. Спреды 5-летних CDS на суверенные дефолты стран PIIGS, пунктов



Источник: Bloomberg

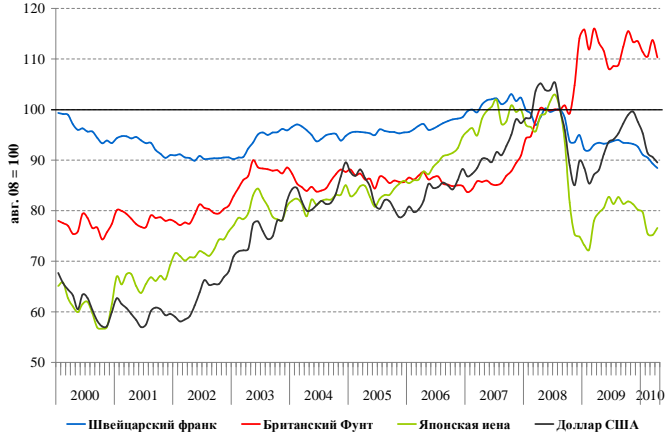
### Новости

- 6 мая греческий парламент утвердил пакет мер по сокращению бюджетного дефицита объемом около 30 млрд. евро.
- 10 мая министры финансов стран ЕС объявили о создании фонда помощи странам, испытывающим проблемы с погашением госдолга, объемом до 750 млрд. евро. На долю ЕС в фонде приходится 500 млрд., остальное – МВФ.

### Анализ

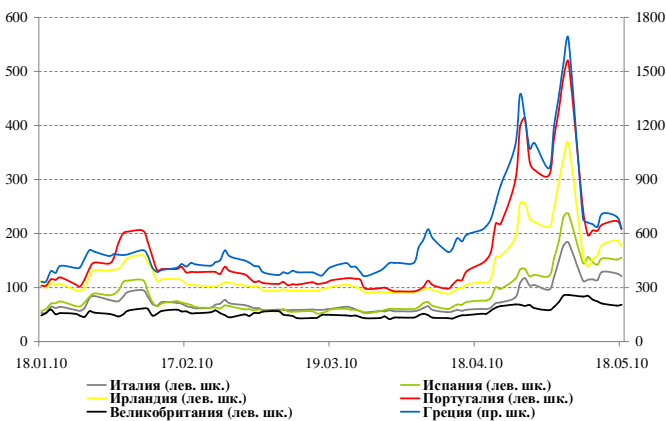
Динамика мировых финансовых рынков продолжает определяться ситуацией вокруг суверенных долгов стран PIIGS. Одобренный в апреле Европарламентом совместный план ЕС и МВФ по финансовой помощи Греции объемом 110 млрд. евро (первоначально предполагалось, что он не превысит 20-22 млрд. евро) не убедил инвесторов в безопасности инвестиций в европейской валюте. В результате руководству ЕС пришлось прибегнуть к беспрецедентной мере и объявить в начале мая о создании фонда помощи «проблемным» странам союза объемом до триллиона долларов. Однако столь серьезная мера, похоже, еще больше испугала инвесторов.

Последние справедливо замечают, что подобные пакеты помощи – это гарантия краткосрочной ликвидности, но не платежеспособности в среднесрочной перспективе. На этом фоне стоимость страховки от греческого дефолта, упав к концу первой декады мая с рекордных 8% до 5%, снова начинает расти (см. График 4). Все это делает обслуживание долга еще более дорогим, а сокращение бюджетных расходов не позволяет рассчитывать на экономический рост в стране, что, в свою очередь также утяжеляет долговое бремя. Нобелевский лауреат Д. Стиглиц по этому поводу замечает, что Греция находится в классической долговой спирали: высокий долг – сокращение расходов – сокращение выпуска – еще более высокий долг. Макроэкономический прогноз Еврокомиссии отчасти подтверждает эту точку зрения (см. Таблицу 1). Греция, возможно, будет единственной страной ЕС с отрицательными темпами роста ВВП в ближайшие 2 года. Положительную компоненту роста может обеспечить только внешнеторговое сальдо. Понимая это, греческие бизнесмены и общественные деятели со страниц европейских газет призывают всех оказать посильную помощь Греции и провести летний отпуск именно в этой стране.

**График 5. Динамика курса евро относительно основных мировых валют, авг. 08 = 100.**


Источник: ЕЦБ, расчеты ИЭФ

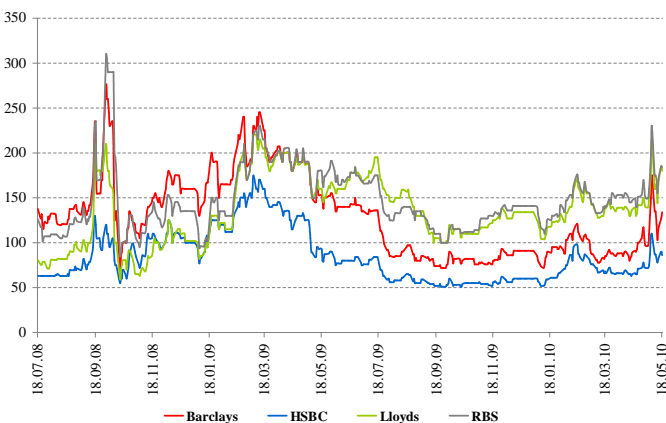
Ситуация вокруг Греции спровоцировала открытое недовольство инвесторов политикой ЕЦБ. Они считали, что в сложившихся обстоятельствах разумной мерой был бы выкуп регулятором государственных облигаций «проблемных» средиземноморских стран. ЕЦБ выдерживал линию жесткой антиинфляционной политики до 10 мая, когда приступил-таки к выкупу бумаг. Но в пространном заявлении регулятор объявил о намерении стерилизовать дополнительную ликвидность (в настоящий момент куплено около 20-25 млрд. евро греческих, испанских и португальских долгов) посредством выпуска собственных облигаций. На этом фоне к середине мая европейская валюта упала до двухлетних минимумов к доллару и абсолютных минимумов к швейцарскому франку.

**График 6. Спреды 3-летних гос. облигаций относительно аналогичных немецких, пунктов**


Источник: Bloomberg, расчеты ИЭФ

Проблемы Греции влекут за собой опасения инвесторов относительно платежеспособности других стран ЕС. В первую очередь это касается стран PIIGS. Спреды по государственным облигациям Испании и Португалии относительно аналогичных немецких бумаг в начале мая достигали рекордных величин (см. График 6), хотя долговой рынок (в отличие от валютного) существенно успокоился после создания фонда помощи и хоть какого-то количественного ослабления со стороны ЕЦБ.

Конечно, движение рынков в настоящий момент по большей части спекулятивно. Мы уже отмечали в Мониторинге #13, что те же страны Прибалтики с точки зрения рисков платежеспособности должны стоять в одном ряду со странами PIIGS, однако фундаментальные факторы сейчас не определяют поведение инвесторов. Все боятся «долгового заражения» в ЕС и примеряют новые страны на роль шестой буквы в казалась бы устоявшейся аббревиатуре PIIGS.

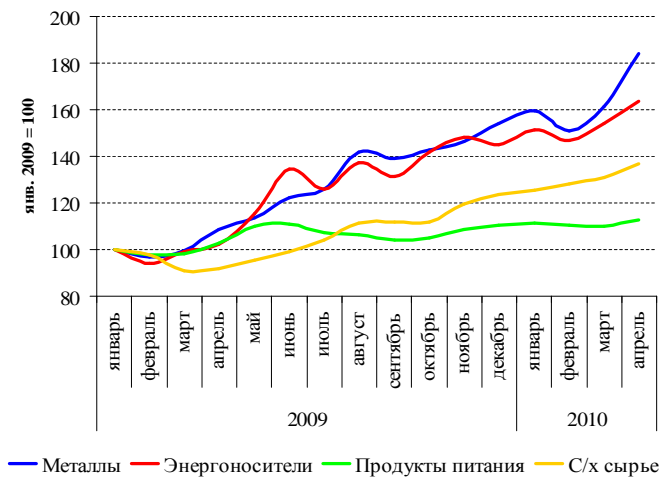
**График 7. Спреды 5-летних CDS на дефолты 4-х крупнейших британских банков, пунктов.**


Источник: Bloomberg

Пока инвесторам видится, что «шестой Грецией» должна стать Великобритания. Действительно при ожидаемом в 2010 году дефиците бюджета в 12% ВВП и уровне госдолга около 80% ВВП Соединенное Королевство не выглядит надежно. Усугубляет ситуацию то, что победивший на последних майских выборах Д. Камерон ни слова в своей предвыборной программе не уделил неизбежной, кажется, фискальной консолидации. Пока риски потенциальных британских проблем отражаются только на британских банках (их активы в 4 раза больше ВВП Соединенного Королевства), чьи долги представляются инвесторам все менее надежными (см. График 4). Хотя говоря о возможных долговых проблемах Великобритании, стоит помнить, что у этой страны, в отличие от стран Еврозоны, есть возможность девальвировать национальную валюту в случае необходимости.

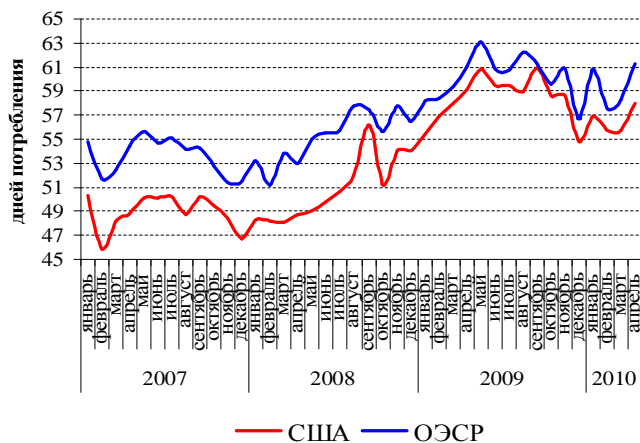
### 3. Сырьевые товары: все выше и ниже

График 8. Динамика цен на сырьевые товары, 2009 – 2010 (январь 2009 = 100)



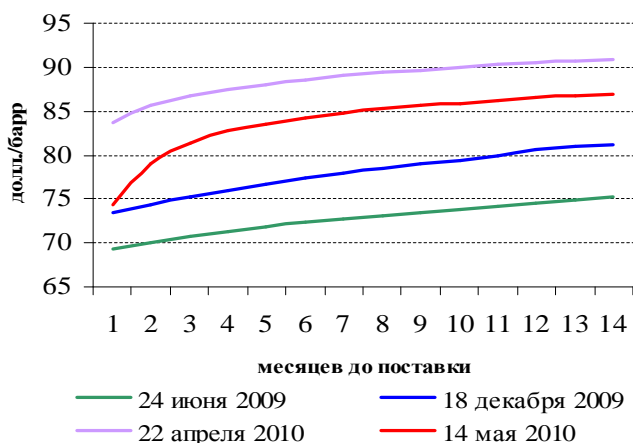
Источник: МВФ

График 9. Динамика запасов нефти и нефтепродуктов в США и странах ОЭСР, 2007 - 2010



Источник: Министерство энергетики США

График 10. Котировки фьючерсов на нефть Light Sweet



Источник: CME Group

#### Новости

- В течение рабочей недели с 3 по 18 мая цена нефти WTI снизилась почти на 20%: с 86 до 69 долл./барр. Цены на металлы: сталь, алюминий, медь, никель, достигнув годовых максимумов в начале или середине апреля, к середине мая также существенно снизились. Подешевел и ряд сельскохозяйственных товаров. Золото, напротив, демонстрировало в последний месяц уверенный рост.

- В Центральной Америке произошли сразу два инцидента, связанных с морскими добывающими платформами: 22 апреля в Мексиканском заливе затонула нефтяная платформа British Petroleum, а 13 мая в Карибском море то же самое произошло с газовой платформой венесуэльской компании PDVSA.

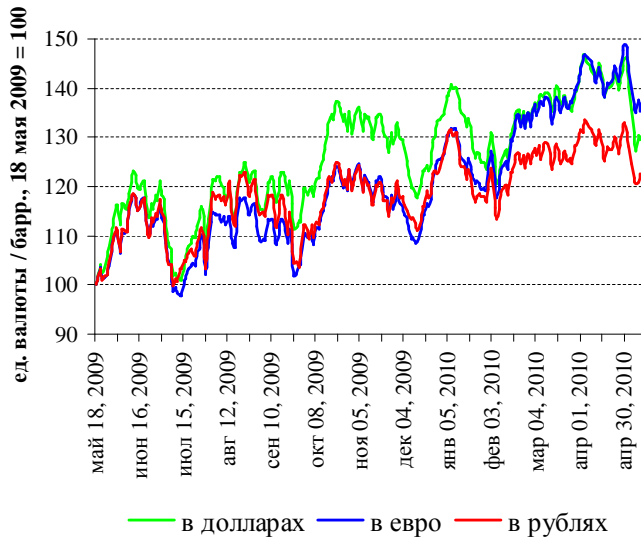
#### Анализ

В течение первых месяцев 2010 г. цены на сырьевые товары демонстрировали уверенный рост. Такая динамика даже заставила МВФ в очередном выпуске World Economic Outlook, вышедшем в апреле, задаться вопросом: чем объясняется быстрое по сравнению с другими периодами циклических кризисов, "V-образное" восстановление цен на основные сырьевые ресурсы?

Отвечая на этот вопрос, МВФ опирается на фундаментальные факторы: фактические темпы роста спроса на сырье оказались выше ожидаемых. Это было обусловлено, во-первых, активным макроэкономическим стимулированием, во-вторых, тем, что лидерами посткризисного восстановления стали азиатские экономики, в частности Китай, быстро увеличивающие потребление сырья.

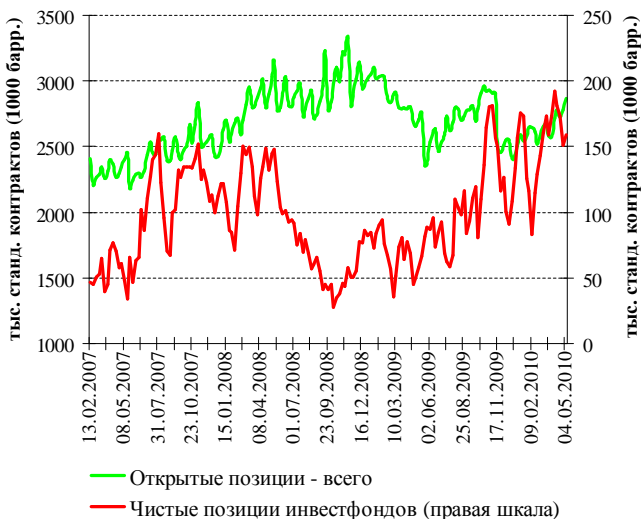
Последние события на рынках заставляют задуматься о преждевременности выводов о быстром восстановлении цен. Наиболее болезненно в России воспринимаются колебания цен на нефть: после успешного штурма отметки 85 долл./барр. в начале мая они приблизились к уровню 70 долл./барр. в середине месяца.

Действительно, мировой спрос на жидкое топливо близок к докризисным значениям: так, если в 1-м квартале 2009 г. мировой спрос на жидкое топливо, по разным оценкам, был ниже уровня 1-го квартала 2008 г. на 3 – 4 млн барр./день, то в начале 2010 г. разница составляет лишь 1 – 2 млн барр./день. Однако если говорить о предложении, то оно уже почти достигло предкризисного уровня,

**График 11. Динамика цены на нефть, выраженной в некоторых валютах, май 2009 – май 2010**


Источник: Bloomberg, Министерство энергетики США, расчет ИЭФ

«Снижение цен на сырьевые товары в целом и на нефть в частности можно связать с коррекцией после чрезмерно завышенных ожиданий»

**График 12. Позиции инвесторов на рынке нефтяных фьючерсов и опционов, NYMEX, Light Crude 2007 - 2010**


Источник: CFTC

преимущественно за счет роста добычи вне ОПЕК. Тенденция к снижению запасов в развитых странах, наметившаяся во втором полугодии 2009 г., теперь не прослеживается. Возможно, она проявится чуть позже, при вступлении в действие сезонных факторов. Достаточно быстрое увеличение запасов в США, в штате Оклахома, привело к повторению уже наблюдавшейся в начале прошлого года ситуации: американская нефть WTI вновь продается с дисконтом относительно Brent, хотя традиционно соотношение является обратным.

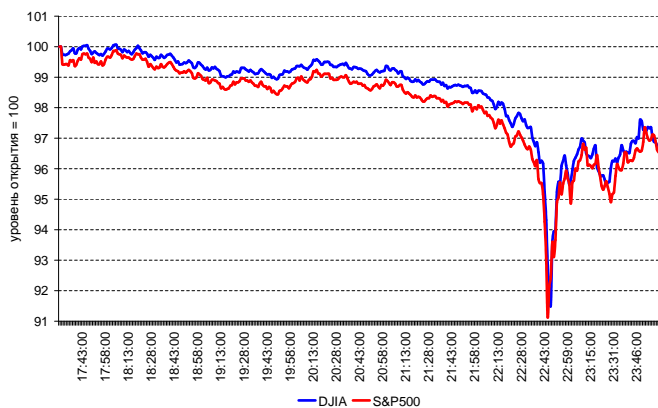
Снижение цен на сырьевые товары в целом и на нефть в частности можно связать с коррекцией после чрезмерно завышенных ожиданий, которые оказались отчасти подорваны обеспокоенностью относительно макроэкономических параметров. Едва ли можно говорить о реакции на биржевой шок в США 6 мая, поскольку снижение началось раньше. Связь ценовой коррекции с европейскими долговыми проблемами представляется довольно очевидной. При этом, правда, чрезмерное внимание порой уделяется влиянию валютного фактора – ослабления евро и укрепления доллара – на колебания цен. Действительно, этот фактор, роль которого подчеркивает и МВФ, имеет значение при определении диапазона колебаний сырьевых цен, однако их направление остается неизменным во всех валютах.

В середине мая на рынок нефти вернулось еще одно явление из периода острого кризиса – глубокое контанго на рынке фьючерсов. С одной стороны, оно свидетельствует о вере инвесторов в скорое возвращение цен на прежние уровни, с другой стороны, стимулирует создание запасов, информация о размере которых действует на рынки отрезвляюще.

В конце 2009 – начале 2010 гг. на рынке нефти вновь стала очень активной деятельность инвестфондов, точнее, "money managers" по классификации американских регуляторов. Именно их чаще всего связывают со спекулятивной активностью. К примеру, именно так прямо заявила ОПЕК в майском докладе о состоянии рынка нефти, подчеркнув тесную корреляцию между уровнем цен и активностью спекулянтов. Действительно, чистые позиции спекулянтов, демонстрирующие степень их желания играть на повышение, в последние месяцы порой даже превышали уровни 2007 – начала 2008 гг. Это заставляет задуматься о возможности очередного спекулятивного ралли или, по крайней мере, о влиянии спекулятивных инвесторов на скорость роста цен.

#### 4. Что произошло 6 мая 2010?

График 13. Динамика фондовых индексов S&P 500 и DJIA 6 мая 2010 года (время московское)



Источник: Bloomberg

Таблица 2. Максимальное падение стоимости акций из DJIA 6 мая 2010

Компания	%
The Proctor & Gamble Company	-36,14%
3M Company	-18,39%
Hewlett-Packard Company	-11,81%
General Electric Company	-10,23%
Merck & Company Incorporated	-9,23%
Exxon Mobil Corporation	-8,74%
E.I. Du Pont De Nemours	-8,13%
Cisco Systems Incorporated	-7,52%
The Walt Disney Company	-7,49%
United Technologies Corporation	-7,42%
International Business Machines Corporation	-7,20%
Chevron Corporation	-7,18%
Intel Corporation	-6,09%
The Boeing Company	-5,89%
Verizon Communications	-5,73%
Johnson & Johnson	-5,70%
Kraft Foods Incorporated	-5,21%
Home Depot Incorporated	-5,06%
Pfizer Incorporated	-4,64%
Caterpillar Incorporated	-4,50%
American Express Company	-4,47%
Alcoa Incorporated	-4,34%
Microsoft Corporation	-4,16%
AT&T Incorporated	-3,88%
Wal-Mart Stores Incorporated	-3,74%
Bank of America Corporation	-3,55%
The Coca Cola Company	-3,47%
McDonalds Corporation	-3,43%
JP Morgan Chase & Company	-2,51%
The Travelers Companies Incorporated	-2,31%

Источник: SEC

#### Новости

- 6 мая на американском фондовом рынке произошло одно из сильнейших внутрисуточных падений рынка. Индекс DJIA обрушился в минимальной точке на 1010,2 пункта (9,7% по сравнению с закрытием предыдущего дня).
- 18 мая Комиссия по ценным бумагам (SEC) и Комиссия по срочным биржевым торгам (CFTC) опубликовали предварительную версию доклада с анализом причин и необходимых действий со стороны регуляторов.

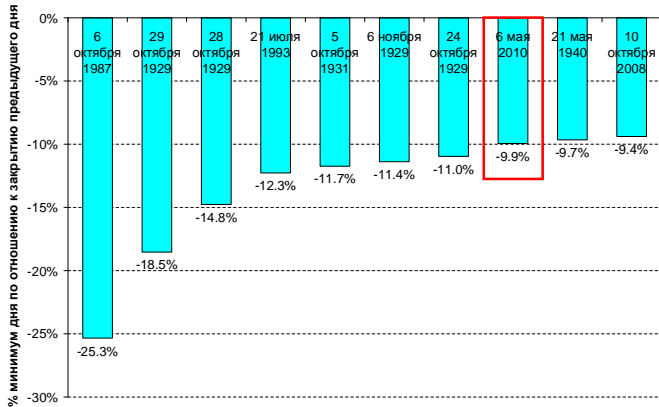
#### Анализ

Падение американского фондового рынка более чем на 5% не является чем-то уж очень необычным, такое происходит обычно несколько раз в год. В «черный» вторник 19 октября 1987 года рынок за день упал более чем на 25% – это было наиболее сильным падением в зарегистрированной истории. Поэтому обвал 6 мая 2010 хотя и оказался достаточно большим, но не беспрецедентным. Его неожиданной особенностью стала исключительная скорость падения. Индекс DJIA потерял более чем 600 пунктов за короткий промежуток времени в 5 минут. Вот такого еще не было. Удивительной особенностью стало то, что падение произошло без каких-либо сильных «плохих» новостей, которые могли повлиять на настроение участников.

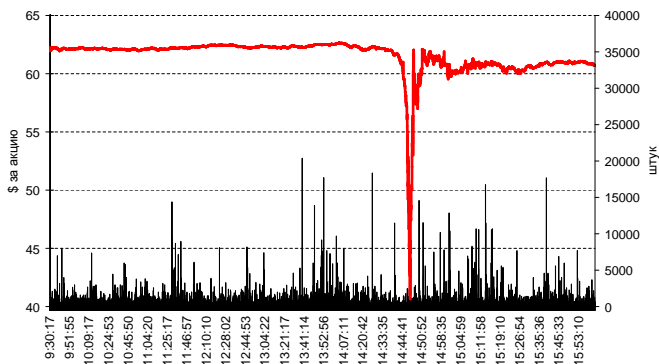
Одной из первых версий случившегося стало предположение об ошибке одного из трейдеров крупных банков, который разместил слишком большую заявку на продажу по фьючерсу E-mini S&P 500. Однако это не нашло подтверждения, об этом заявили и представители бирж и банков, и Комиссия по ценным бумагам. Доклад SEC и CFTC не подтверждает версию о том, что падение произошло по ошибке или носило характер компьютерного сбоя. Что тогда произошло в короткий промежуток времени между 22.35 и 22.45 по московскому времени?

6 мая, какие и в остальные майские дни, на фондовом рынке был под воздействием новостей по поводу европейского долгового кризиса. Сообщения о массовых протестах в Греции в связи со снижением заработных плат вызвали распродажи практически на всех фондовых площадках, в том числе и США. Однако затем в течение короткого промежутка времени падение рынка резко усилилось – за несколько минут фьючерсный и фондовый рынки упали более чем на 5% без каких-либо видимых на то оснований.

Судя по всему, обвал 6 мая был вызван совокупностью проблем в регулировании и деятельности фондового рынка США. Технологии торговли ценными бумагами сильно развились и усложнились, тогда как организационная и

**График 14. Крупнейшие внутрисдневные падения в истории индекса DJIA, %**


Источник: Yahoo, расчеты ИЭФ

**График 15. Динамика курса акции и объема торгов Procter & Gamble 6 мая 2010 года (тиковые данные)**


Источник: Bloomberg, расчеты ИЭФ

**Таблица 3. Распределение сделок по акциям по величине относительного падения на NYSE 06.05.2010**

Величина относительного падения	Общее количество сделок, тыс.	Общий объем, млн штук	Общий объем, млн \$
Все сделки	7135,1	1995	56 651
Сделки с убытками	5013,7	1358,7	38 047
0% до -10%	4912,1	1324,4	37383,1
-10% до -20%	63,9	22,2	522,4
-20% до -30%	12,9	4,1	85,3
-30% до -40%	6,1	2,3	30,5
-40% до -50%	2,5	0,8	9,6
-50% до -60%	1,7	0,5	8,3
-60% до -70%	1,1	0,4	4,3
-70% до -80%	0,8	0,3	2,2
-80% до -90%	1,1	0,2	1,2
-90% до -100%	11,5	3,6	0,6

Источник: SEC, CFTC

регулятивная среда пока не соответствуют современным требованиям. Инцидент 6 мая показал это во всей убедительности.

Можно выделить следующие проблемы, имеющие в основном организационный характер:

- **Фрагментированная организация торговли на разных площадках.** Индустрия торговли ценными бумагами чрезвычайно усложнилась и включает в себя множество торговых площадок – традиционные биржи, электронные торговые системы, альтернативные механизмы торговли и проч., которые торгуют одними и теми же акциями. Это имеет особое значение в моменты сильного движения рынка. Нью-Йоркская фондовая биржа сохраняет гибридную структуру торговли, сочетающую электронную форму и торговлю внутри зала. Одним из механизмов гибридной торговли является наличие так называемых «точек пополнения ликвидности» (LRP), при пересечении которых биржа переходит на «ручную» торговлю для снижения скорости и возможности привлечь дополнительную ликвидность. Другим механизмом, который ограничил ликвидность, стало введение несколько лет назад правил, дающих возможность отказаться от передачи заявок на другую площадку в случае, если она не может быстро ответить на запросы. Это и произошло 6 мая, когда NYSE перешла на ручную торговлю и была отключена от заявок других площадок.

- **Ошибки в интеграции фьючерсного и денежного рынка.** Как широко известно, падению фондового рынка предшествовало падение фьючерсных контрактов E-mini S&P 500, которые составляют около 80% торговой активности по фондовым фьючерсам. Фьючерсный и денежный рынки, лежащие его в основе, функционируют в тесной связи. Цена фьючерса E-Mini тесно связана с ценой отдельных акций, входящих в S&P 500. Однако 6 мая эта связь оказалась нарушенной, частично, из-за короткой приостановки торговли фьючерсом, в то время как торговля отдельными бумагами не была приостановлена.

- **Деятельность ультракраткосрочных трейдеров (HFT).** Все большая доля торговой активности на современных рынках приходится на действие программных алгоритмов, которые инициируют экстремально короткие позиции – обычно в пределах нескольких минут. Считается, что подобная деятельность увеличивает ликвидность, однако проблема заключается в том, что такие участники могут обеспечивать ликвидность в обычных условиях, но не имеют жестких обязательств (как, к примеру, специалисты на бирже) делать это в таких экстремальных условиях, которые наблюдались 6 мая.

**Институт энергетики и финансов**

101000, Москва  
Архангельский переулоч, д. 6, стр. 1  
[www.fief.ru](http://www.fief.ru)  
+7 495 787 74 51

**Президент**  
Леонид Григорьев

**Руководитель экономического департамента**  
Марсель Салихов  
[m\\_salihov@fief.ru](mailto:m_salihov@fief.ru)

**Завсектором экономического департамента**  
Сергей Кондратьев  
[s\\_kondratiev@fief.ru](mailto:s_kondratiev@fief.ru)

**Старший эксперт**  
Сергей Агибалов  
[s\\_agibalov@fief.ru](mailto:s_agibalov@fief.ru)

**Эксперт**  
Алексей Иващенко  
[a\\_ivaschenko@fief.ru](mailto:a_ivaschenko@fief.ru)

**Эксперт**  
Александр Курдин  
[a\\_kurdin@fief.ru](mailto:a_kurdin@fief.ru)

**Institute for Energy and Finance**

Arkhangelsky pereulok., 6  
Moscow, 101000, Russia  
[www.fief.ru](http://www.fief.ru)  
+7 495 787 74 51

**President**  
Leonid Grigoriev

**Head of economic department**  
Marcel Salikhov  
[m\\_salihov@fief.ru](mailto:m_salihov@fief.ru)

**Head of sector, economic department**  
Sergey Kondratiev  
[s\\_kondratiev@fief.ru](mailto:s_kondratiev@fief.ru)

**Senior expert**  
Sergey Agibalov  
[s\\_agibalov@fief.ru](mailto:s_agibalov@fief.ru)

**Expert**  
Alexei Ivashchenko  
[a\\_ivaschenko@fief.ru](mailto:a_ivaschenko@fief.ru)

**Expert**  
Alexander Kurdin  
[a\\_kurdin@fief.ru](mailto:a_kurdin@fief.ru)