Мировая экономика: трудный путь наверх

Кирилл ТРЕМАСОВ,
начальник аналитического отдела, Банк Москвы

Окончил Государственный университет «Высшая школа экономики» и Московский государственный институт электронной техники. Имеет степень кандидата экономических наук. В период с 1997 года по 2001 год работал аналитиком в ИК «Церих Капитал Менеджмент». С марта 2001 года по февраль 2003 года занимал должность аналитика. В феврале 2003 года был приглашен в Банк Москвы на должность начальника аналитического отдела управления доверительных операций. В марте 2006 года занял должность заместителя директора департамента управления активами – начальника аналитического управления. В октябре 2007 года возглавил аналитический департамент.

Мировая экономика продолжает восстанавливаться после кризиса 2008 года — в это нет никаких сомнений. Объем мирового промышленного производства и активность мировой торговли в настоящий момент заметно превышают докризисные уровни, что связано с успехами развивающихся стран — прежде всего Китая. Развитый мир приходит в себе гораздо медленнее и пока что не дотягивает до уровней 2008 года. Что касается России, то по динамике посткризисного восстановления она оказалась ближе к развитым странам, нежели к развивающимся. Провал 2008 года будет полностью преодолен лишь в начале 2012 года.

Если первая фаза восстановления после кризиса (со второго квартала 2009 года по первый квартал 2010 года включительно) характеризовалась быстрым подъемом, то с весны прошлого года динамика мирового экономического роста носит замедляющийся и неустойчивый характер. Основные причины нестабильности — «перегретый» Китай и кризис суверенных долгов, к которым в этом году добавились потрясения на Ближнем Востоке и катастрофа в Японии.

Китайская экономика сохраняет внушительные темпы роста, но перегрев очевиден. Проявляется он прежде всего в высоких темпах инфляции, которые приближаются к рекордным докризисным значениям. Для обуздания роста цен китайские власти пошли на серьезное ужесточение кредитно-денежной политики и фактически смирились с более существенным, нежели планировалось, укреплением курса национальной валюты (юань подорожал к доллару за последний год почти на 6%). Китайским властям удалось снизить темпы кредитования экономики, но это не привело к ослаблению инфляционного давления. По-видимому, Китай продолжит закручивать гайки, и в следующие 12 месяцев мы увидим, скорее всего, замедляющуюся динамику второй экономики мира.

Охлаждение экономики Китая ведет и к замедлению роста спроса на сырье. Это относится к углеводородам и железорудному сырью — наиболее важным компонентам сырьевого экспорта России. На фоне столь очевидной замедляющейся динамики китайского спроса высокие цены на нефть выглядят как минимум странно, что лишний раз подтверждает существенную долю спекулятивной составляющей в цене барреля.

Вторым серьезным риском для глобального экономического роста является кризис суверенных долгов. В его орбите в этом году оказались два ключевых центра мировой экономики —

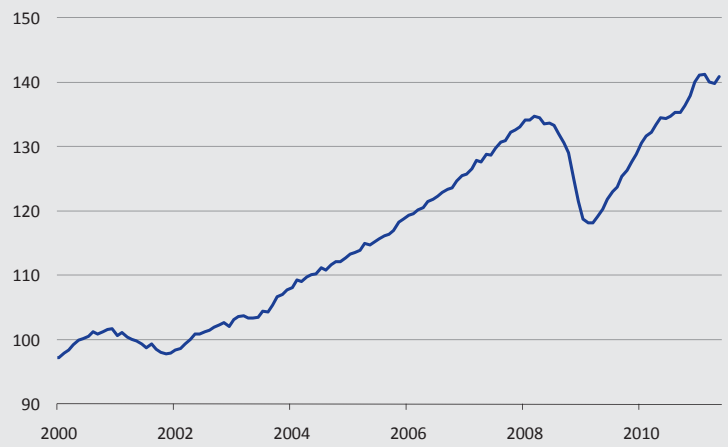


Рисунок 1

Сезонносглаженный индекс мирового промышленного производства, 100 — среднемесячный уровень производства в 2000 г.

Источник: REUTERS

Европа и США. Но если по поводу США рынки дают однозначный сигнал о готовности инвесторов рефинансировать долги, то в отношении стран PIIGS выводы прямо противоположны. Что бы ни говорили европейские политики о недопущении дефолта Греции и вслед за ней других периферийных стран еврозоны, вера инвесторов в благополучный исход тает на глазах. Исходя из текущих котировок CDS (см. Таблицу 1), дефолт Греции — событие практически решенное, а вероятность потерять 60% в облигациях Ирландии и Португалии в ближайшие три года — 50 на 50.

Однако главной интригой являются сейчас евробонды Италии и Испании, ставшие в летние месяцы основным драйвером настроений на финансовых рынках. Спреды суверенных бондов этих южноевропейских стран к немецким бумагам сейчас вдвое превышают уровни прошлого года, когда Европу накрыла первая волна кризиса. Но если год назад меры, принятые

Рисунок 2

Сезонносглаженный индекс мировой торговли, 100 — среднемесячный уровень мировой торговли в 2000 г.

Источник: REUTERS

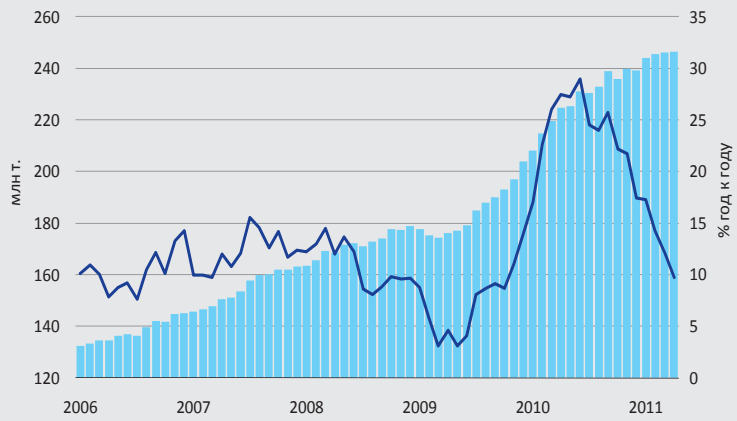


Рисунок 3

Импорт нефти Китаем накопленным итогом за 12 месяцев

Источник: Bloomberg

европейскими властями, стабилизировали ситуацию, то сейчас решения ЕС и ЕЦБ о новых финансовых вливаниях не могут остановить распространение кризиса. Атака на Европу продолжается, и удастся ли ей устоять, далеко не очевидно.

Возможные потрясения на европейском долговом рынке, по-видимому, являются ключевым риском для мировой экономики и финансовых рынков в ближайшие 12 месяцев.

Мы намеренно не приводим в этой статье аналитических выкладок по уровню долговой нагрузки и бюджетным проблемам европейских стран, так как ответ на вопрос о том, устоят периферийные страны Европы или нет, лежит уже не в экономической, а в политической плоскости и зависит от способности европейских политиков найти устраивающий всех компромисс.

Главная проблема стран, оказавшихся в эпицентре кризиса, заключается в отсутствии приемлемого роста экономик, без которого невозможно снизить долговую нагрузку и преодолеть бюджетные проблемы. Сокращение расходов, которого требуют кредиторы, только усугубит проблему экономического роста и создаст замкнутый круг. Один из разумных сценариев выхода из подобной ситуации — девальвация валюты

Рисунок 4

Импорт железной руды Китаем накопленным итогом за 12 месяцев

Источник: Bloomberg

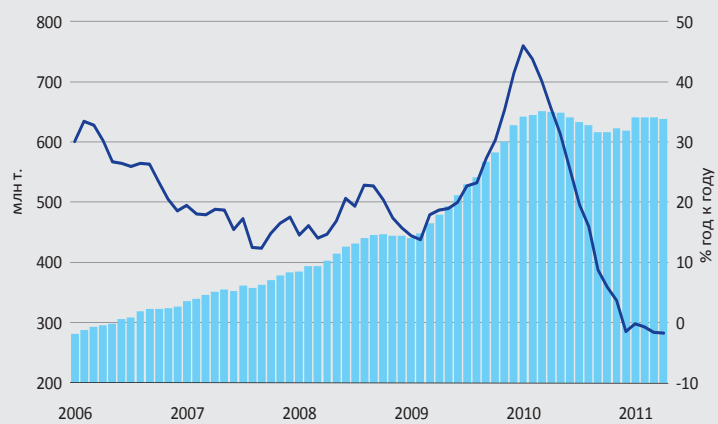


Таблица 1

Вероятность дефолта* стран PIIGS, исходя из котировок CDS (по состоянию на 28.07.2011)

Источник: Bloomberg

	CDS, б.п.			Вероятность дефолта, %		
	CDS 1 Y	CDS 3 Y	CDS 5 Y	1 год	3 года	5 лет
Греция	2 576	2 092	1 793	39	67	79
Ирландия	1 169	1 115	868	20	45	53
Португалия	1 305	1 195	982	22	47	57
Испания	249	325	341	5	16	26
Италия	205	270	291	4	13	22

* При расчетах вероятности дефолта используется recovery rate 40%.

и замораживание выплат по долгам — продемонстрировала Россия в 1998 году. Но для Греции, Ирландии, Португалии такой сценарий невозможен даже частично, так как, во-первых, эти страны не имеют собственной национальной валюты, а во-вторых, односторонний дефолт по их долгам поставит на грань банкротства крупнейшие банки Франции, Италии и Германии.

Наиболее вероятным сценарием на ближайший год является, по-видимому, расширение программ помощи со стороны Евросоюза и МВФ проблемным странам, а также массированная скупка суверенных еврооблигаций со стороны ЕЦБ (по сути, аналог американской QE2). Помимо внутриполитических проблем, главным ограничителем на этом пути являются растущие инфляционные риски. По-видимому, ЕЦБ придется пожертвовать предельным уровнем базовой инфляции, установленным на отметке 2%, так как сохранение финансовой стабильности в нынешней ситуации превыше всего.

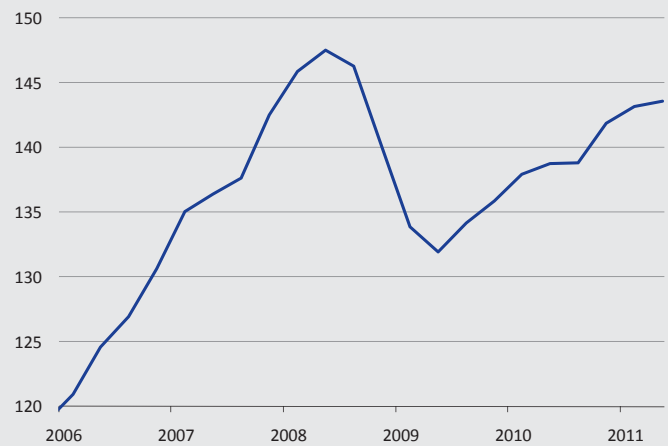
Горячие дебаты вокруг бюджетных проблем и повышения потолка госдолга США, разгоревшиеся летом 2011 года, имели исторические последствия: Америка впервые лишилась рейтинга AAA от агентства S&P. Тем не менее, это событие не вызвало каких-либо потрясений на американском долговом рынке — напротив, в ходе августовского обвала рынков акций казначейские обязательства США в очередной раз подтвердили свою роль главной спасительной гавани для инвесторов. Мы полагаем, что запас прочности у американской экономики еще достаточен, при этом возможность изменения бюджетной политики существует. Проблема, безусловно, остается, но на нынешнем этапе ситуация в Европе выглядит куда более серьезно. Впрочем, через какое-то время США и Европа могут поменяться местами.

Рисунок 5

Индекс реального ВВП в России, 100 — среднеквартальное значение в 2003 г.*

* Индекс рассчитан с учетом сезонности и сглажен по 3 мес.

Источник: Росстат



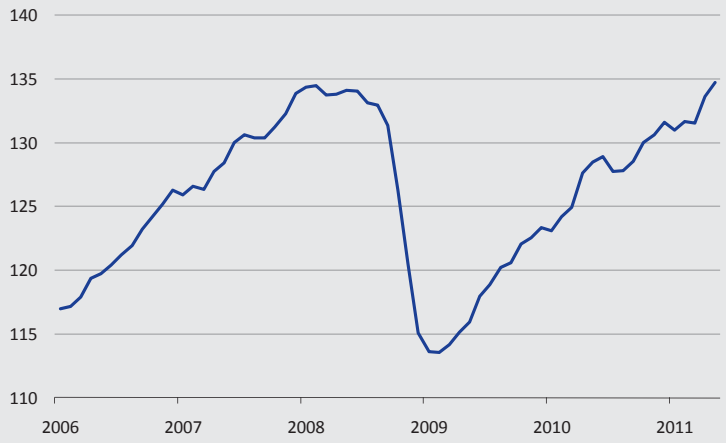


Рисунок 6

Индекс промышленного производства в России, 100 — среднеквартальное значение в 2003 г.*

* Индекс рассчитан с учетом сезонности и сглажен по 3 мес.

Источник: Росстат

И все-таки, несмотря на продолжающийся кризис суверенных долгов и растущую инфляционную угрозу, сценарий сохранения положительных трендов в мировой экономике в среднесрочной перспективе остается базовым. Да, экономика будет расти медленно, но это все же будет движение наверх.

Главным отличием нынешней ситуации от осени 2008 года является сохранение стабильности в кредитной системе. Именно паралич кредитных рынков, вызванный крахом Lehman Brothers, привел к моментальному схлопыванию спроса и обвальному падению производства в мире. Сейчас никто не хочет наступать второй раз на одни и те же грабли, поэтому усилия регуляторов направлены на поддержание избыточной ликвидности рынков и подавление любых очагов нестабильности в зародыше. Решительный настрой денежных властей должен в итоге успокоить рынки, но заплатить за это придется, по-видимому, более высокой инфляцией и ценами на сырье.

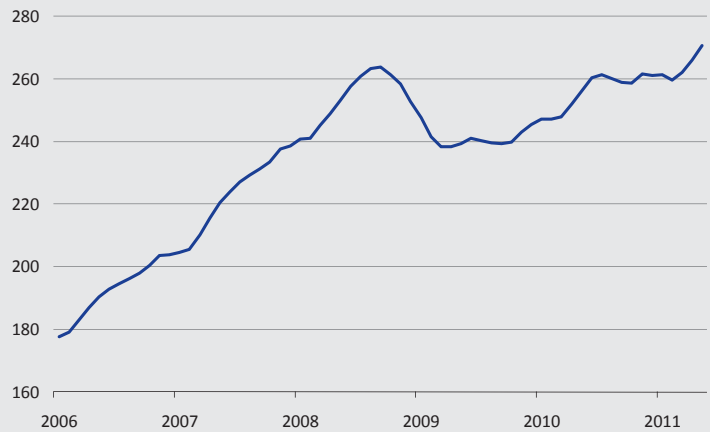
Локализация долговых проблем в Европе и США должна дать позитивный импульс мировой экономике. Скорее всего, наблюдаемое замедление мирового экономического роста в перспективе трех-шести месяцев сменится уско-

Рисунок 7

Индекс розничных продаж в реальном выражении в России, 100 — среднеквартальное значение в 2000 г.*

* Индекс рассчитан с учетом сезонности и сглажен по 3 мес.

Источник: Росстат



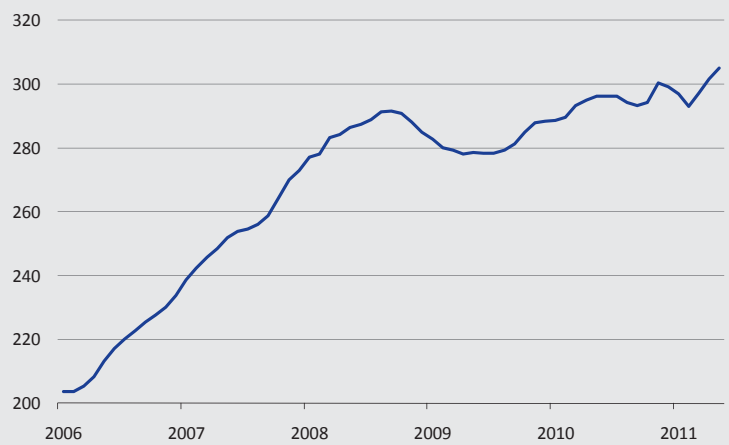


Рисунок 8

Индекс реальных зарплат в России, 100 — среднеквартальное значение в 2000 г.*

* Индекс рассчитан с учетом сезонности и сглажен по 3 мес.

Источник: Росстат

рением. Этому будет способствовать и активизация восстановления японской экономики.

Что касается конъюнктуры долговых рынков в перспективе двух-трех лет, то доминирующим фактором, на наш взгляд, останется слабость и неустойчивость экономического роста. Долгосрочные процентные ставки будут подталкивать вверх возрастающие риски суверенных дефолтов, а слабый инвестиционный спрос будет компенсировать это давление. В долгосрочном плане устойчивость долговой пирамиды американских treasuries зависит от того, как долго Китай будет расти и выступать в роли ключевого инвестора.

РОССИЯ: НА НОВОЙ ТРАЕКТОРИИ РОСТА

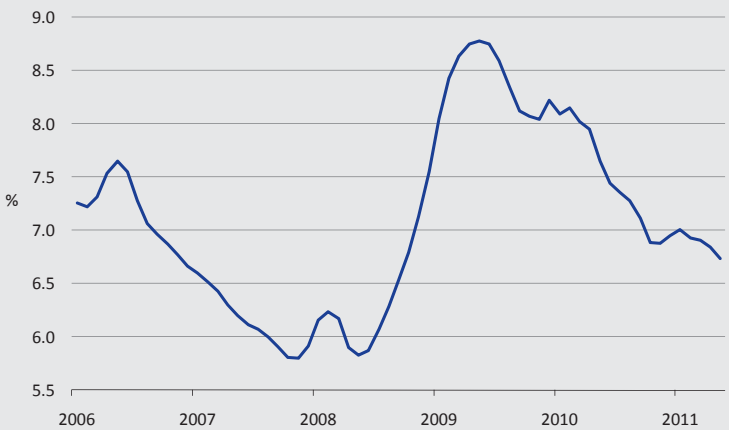
После кризиса российская экономика сошла с траектории роста в 7% и последние два года движется вверх со средней годовой скоростью около 4%. При такой динамике объем ВВП в реальном выражении должен превысить докризисные значения в первом квартале 2012 года.

Объем промышленного производства

Рисунок 9

Безработица

Источник: Росстат



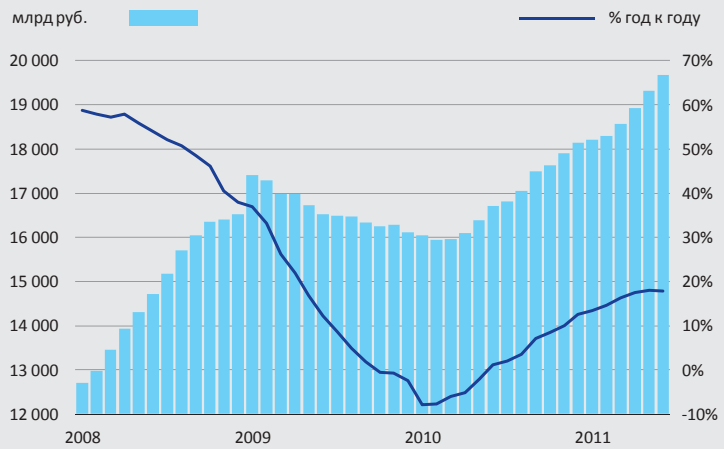


Рисунок 10

Кредитный портфель российских банков (население + корпоративный сектор)

Источник: Банк России

в РФ уже достиг докризисных значений, при этом восстановление обрабатывающей промышленности в полной мере еще не состоялось, в то время как многие добывающие отрасли превысили пиковые значения производства. Подобная динамика восстановления лишний раз подчеркивает сырьевой характер российской экономики — наиболее легко преодолели кризис те отрасли, которые обладают высокой конкурентоспособностью в глобальном плане (прежде всего, нефтедобыча, металлургия и горнорудная промышленность, производство удобрений).

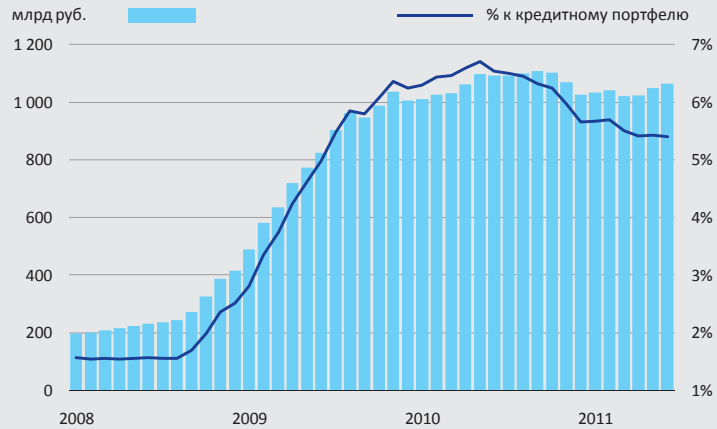
Потребительский спрос, судя по динамике розничных продаж, уже превысил докризисные уровни. На пиковых значениях находятся и реальные зарплаты. Однако если до кризиса реальные зарплаты и потребление росли в среднем на 15% в год, то в посткризисный период рост потребления замедлился до 5%, а рост реальных зарплат составляет не более 3–4%. При этом достаточно быстрое восстановление занятости (текущий уровень безработицы ниже значений 2006 года, но чуть выше, чем в 2007–2008 годах) не приводит пока к ускорению роста заработных плат.

Если потребительская активность населения пусть и медленно, но увеличи-

Рисунок 11

Просроченная задолженность российских банков

Источник: Банк России



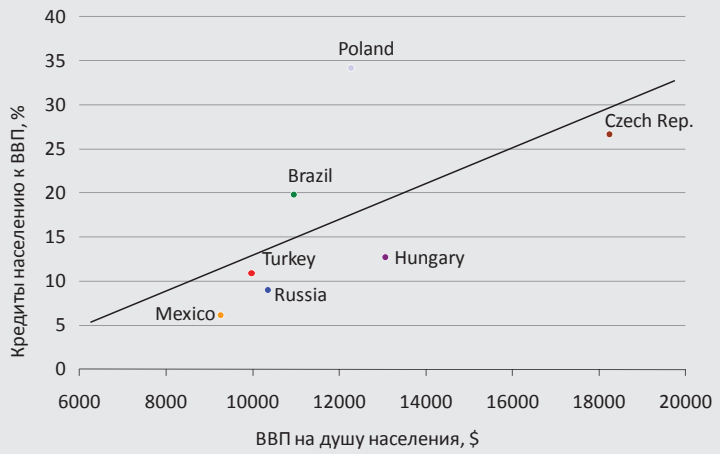


Рисунок 12

Уровень долговой нагрузки населения отдельных стран EM

Источники: центробанки стран, World Bank

вается (не столько за счет роста доходов, сколько благодаря росту кредитования и расходованию сбережений), то про инвестиционный спрос частного сектора этого сказать нельзя. Объем капитальных инвестиций, осуществляемых компаниями на территории России, существенно ниже докризисных значений, при этом помесячная динамика инвестиций отличается повышенной волатильностью. Основными инвесторами в РФ являются государство, наращивающее расходы на инфраструктуру, а также государственные компании-монополисты (РЖД, «Газпром», «Транснефть»). Нефтяные компании в среднем инвестируют меньше, чем до кризиса. Инвестиционная активность частного бизнеса находится в подавленном состоянии, что достаточно наглядно отражает масштабное бегство капитала. В какой-то степени это следствие высоких цен на сырье (российская экономика просто не успевает «переварить» нефтегазо-металло-доллары), но во многом оно связано и с осторожностью экономических субъектов, продиктованной высокими внешними рисками — долговые проблемы Европы и США становятся все более очевидными (не надо забывать и про Японию!), и это обстоятельство будет еще долго служить сдерживающим фактором инвестиционного оживления.

Кредитная активность российских банков начала восстанавливаться с весны 2010 года. Примерно в тот же период времени произошла стабилизация качества кредитных портфелей. В последнее время мы видим плавное снижение уровня просроченной задолженности, что позволило банкам резко сократить отчисления в резервы и нарастить прибыль. По-видимому, эта тенденция будет сохраняться и в следующие 12 месяцев.

Уровень кредитной нагрузки на население вновь быстро увеличивается — в этом году рост розничного кредитного портфеля, скорее всего, превысит 25% и составит порядка 9.7–9.8% ВВП (максимумы 2007–2008 годов). В то же время, в целом уровень задолженности населения перед банками остается достаточно умеренным. Если сравнивать со средними показателями emerging markets, то российское население остается недокредитованным (см. Рисунок 13). Это обстоятельство позволяет предположить, что сегмент кредитования физлиц по-прежнему будет оставаться одним из наиболее быстрорастущих банковских бизнесов, при этом, скорее всего, как и до кризиса, начнет увеличиваться доля ипотечных кредитов в общем объеме кредитов населению.

В ближайшие годы мы увидим существенный рост долговой нагрузки государства. Проект федерального бюджета на 2012–2014 годы предполагает удвоение размера госдолга в абсолютном выражении за три года. В относительном выражении госдолг вырастет в полтора раза — с 11.2% ВВП на конец 2011 года до 17% ВВП в 2014 году. Наращивание долга продиктовано, прежде всего, конструкцией федерального бюджета, которая

предполагает наличие стабильного дефицита в пределах 2–3% ВВП. При этом цена нефти, при которой баланс доходов и расходов будет окажется нулевым, в ближайшие три года будет находиться на уровне $125–126 за баррель.

Бюджетная конструкция на 2012–2014 годы снижает устойчивость нашей экономики перед новым кризисом, но окажется оправданной, если сбудутся положительные прогнозы по ценам на нефть. Если же они не оправдаются и цена на нефть снизится к более справедливым с точки зрения маржинальных издержек отрасли $80–90 за баррель, то правительству, скорее всего, нужно будет задуматься о корректировке расходных статей. В противном случае макроэкономическая стабильность окажется под угрозой.

Динамика процентных ставок в России в среднесрочной перспективе во многом будет определяться мировыми трендами. Внутренних факторов для роста уровня процентных ставок в экономике не видно, так как инвестиционный спрос со стороны частного сектора остается достаточно слабым. В то же время, приток капитала по счету текущих операций при сложившихся ценах на нефть будет превышать отток по капитальному счету еще как минимум два-три года. Так что при отсутствии внешних потрясений долгосрочные ставки останутся относительно стабильными. Денежные власти, которые, похоже, одержали в этом году победу над инфляцией, уже в 2012 году могут пойти на некоторое смягчение кредитно-денежной политики.

Интерес иностранных инвесторов к российской экономике, достаточно слабый в последние годы, может увеличиться после выборов. Текущие цены на сырье во многом компенсируют коррупционные риски России, но если в деле политической и экономической модернизации России произойдет хоть какой-то положительный сдвиг, то в отношении нашей страны может сработать эффект отложенного спроса. Это, пожалуй, единственная возможность для российской экономики изменить траекторию 4% роста. Сделать это необходимо, так как в противном случае наша доля в мировой экономике будет сокращаться, и вряд ли Россия сможет закрепиться в десятке крупнейших экономик мира.

Таблица 2

Государственные заимствования РФ

Источник: Минфин

	2011 г.	2012 г.	2013 г.	2014 г.
Государственные заимствования, млрд руб.	1 311	1 592	1 602	1 626
Привлечение	1 801	2 182	2 284	2 474
Погашение	490	589	682	848
Внутренние заимствования, млрд руб.	1 341	1 459	1 466	1 486
Привлечение	1 710	1 978	2 082	2 274
Погашение	369	519	617	787
Внешние заимствования, млрд руб.	-30	133	136	140
Привлечение	91	204	202	201
Погашение	121	71	66	61
Государственный долг, млрд руб.	5 967	8 108	10 245	11 951
% ВВП	11.2	14.1	16.1	17.0
Поступления в резервный фонд , млрд руб.	677	164	51	0
Объем резервного фонда на конец года, млрд руб.	1 408	1 568	1 619	1 624
Объем ФНБ на конец года, млрд руб.	2 555	2 542	2 531	2 551