

Еженедельный выпуск

НОВЫЙ КУРС

⊕ 21

5-11 июня 2010 г.

Под редакцией С.В. Алексашенко

ХРОНИКИ 2

**ПРОЖЕКТОР
МОДЕРНИЗАЦИИ** 6

**КОММЕНТАРИИ О
ГОСУДАРСТВЕ И
БИЗНЕСЕ**

*Всемирный Банк о новых
проблемах мировой
экономики. На наш взгляд,
Россия не останется в
стороне* 11

НОВЫЙ КУРС ⊕ 21

Хроники

Росстат стоит на своем

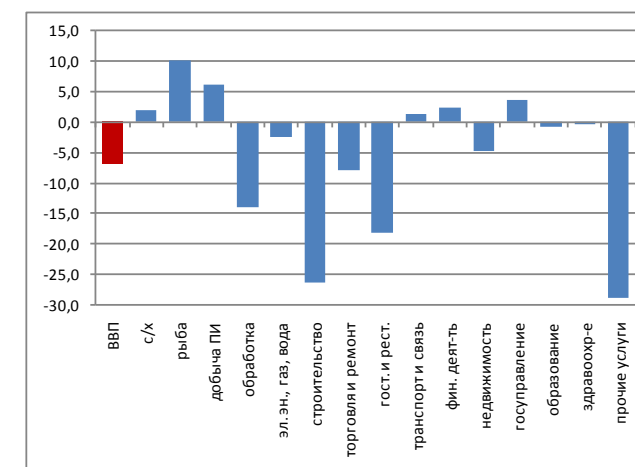
Росстат подтвердил свою предварительную оценку роста ВВП в первом квартале 2010 г. на уровне 2,9% г/г. В зависимости от применяемых процедур сглаживания и оценки интенсивности восстановления экономики в прошлом году, темпы роста ВВП в первом квартале со снятой сезонностью могут получаться разными: от минус 1,7% (оценка ЦР) до плюс 0,5% (Росстат). Тем не менее общий вывод таков, что практически за год с момента прохождения острой фазы кризиса российская экономика смогла отыграть потери едва на треть от пиковых значений середины 2008 года. Одним словом, интенсивного роста нет, - стагнация. Зафиксированные Росстатом двузначные темпы роста в отдельных видах экономической деятельности (например, на 11,8% г\г в обработке) не должны особенно обнадеживать, поскольку они лишь показывают глубину прошлогоднего падения (вспомните хотя бы 50%-ное падение производства в черной металлургии в начале прошлого года – а ведь это тоже обработка). «Эффект базы» еще будет сильно сказываться во втором-третьем кварталах, но будет полностью исчерпан к концу года.

Результаты первого квартала означают, что достижение прогнозируемого правительством по итогам года 4%-го роста требует, чтобы в оставшиеся месяцы экономика прибавляла не менее чем по 1,5% в квартал (с исключенной сезонностью), т.е. росла со скоростью выше 6% годовых. На кого может быть надежда? Какие сектора российской экономики готовы выступить двигателями роста?

Если сравнивать с благополучным 1 кв. 2008 года, то заметно улучшили свое положение лишь добыча полезных ископаемых (+6,1%) и рыболовство (+10,1%), тем самым закрепив сырьевую ориентацию российской экономики. В борьбе с кризисом нарастило мускулы госуправление (+3,7%). Почти «при своих» остались сельское хозяйство, транспорт и связь и финансовая деятельность, а также отрасли социальной сферы – образование и здравоохранение.

Разительный контраст представляет остальная часть экономики, собственно говоря, реальный сектор, включая обработку (-13,9%), строительство (-26,3%), гостиницы и

Производство ВВП по ВЭД, 1 кв. 2010 г. к 1 кв. 2008 г., %



Источники: Росстат, расчеты Центра развития.

рестораны (-18,3%), предоставление т.н. «прочих» услуг (-29%). С одной стороны, это может означать, что они имеют большой потенциал роста до докризисных уровней без наращивания мощностей (т.е. без инвестиций). С другой стороны, если они не смогли ожить в условиях улучшавшейся на протяжении всего прошлого года внешнеэкономической конъюнктуры, то что может подтолкнуть их к росту сегодня? Ну не снижающиеся же государственные расходы....

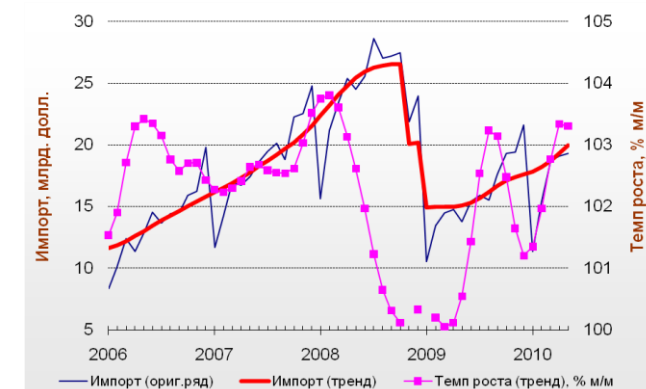
Импорт ускорился

Стоимость российского импорта из стран дальнего зарубежья, согласно данным ФТС России, в мае составила 15,3 млрд. долл. – рост почти на 50% г/г. против 32% месяцем ранее. Столь высокие темпы роста импорта вызваны не только низкой базой прошлого года, но и возросшим импортом продовольствия, стоимостные объемы которого превысили (!) докризисный уровень. В мае резко подскочил импорт сахара, до 0,7 млрд. долл. (в 5 раз к маю прошлого года и в 22 раза по сравнению с предыдущим месяцем). В ожидании низкой пошлины некоторые импортеры не растаможивали свой товар до мая (в этом месяце пошлина составила 50 долл./т). Правда, с июля Россия может практически полностью прекратить импорт сахара-сырца из-за резкого увеличения ввозной пошлины¹, а новые поставки вряд ли начнутся ранее февраля-марта будущего года. Помимо сахара рост продовольственного импорта вызван сезонным ростом спроса на овощную продукцию.

В результате тенденция роста импорта, очищенная от сезонности и случайных колебаний усилилась до предела - в мае импорт из стран дальнего зарубежья и СНГ вырос на 3,3%. Для сравнения – более интенсивная экспансия импорта (3,8%) наблюдалась в феврале 2008 г. При этом потенциал роста импорта не исчерпан: стоимость импортируемой машиностроительной продукции составляет всего лишь половину докризисного максимального уровня, химической продукции – чуть более 80%. К тому же реальное укрепление рубля к евро (примерно половина всего импорта приходит из Европы) на 2-4% ежемесячно (на 17,5% за январь-май) создает ценовые преференции для импортеров. В этой ситуации глупо ожидать стагнации импорта, а ежемесячный его

¹ В конце апреля комиссия Таможенного союза приняла решение об изменении с трех до одного месяца базового периода мониторинга цен на сахар-сырец для определения ставок ввозных пошлин на него. Таким образом, пошлина на июнь (200 долл./т) рассчитана по котировкам апреля. Ожидается, что в июле пошлина повысится до уровня 239 долл./т.

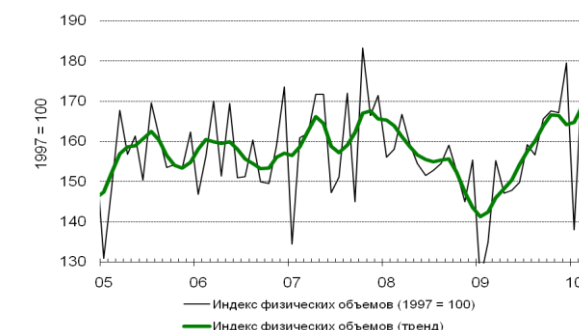
Динамика импорта, всего



Примечание: приведена динамика всего российского импорта - из стран дальнего и ближнего зарубежья.

Источники: ФТС России, расчеты Центра развития.

Динамика физических объемов экспорта



Источники: ФТС России, расчеты Центра развития.

прирост на 2% до конца года приводит к тому, что импорт в 2010 г. может превысить 245 млрд. долл. (+28% г/г).

Потенциал роста экспорта не столь велик, как в импорте. Индекс физических объемов, рассчитываемый Центром развития, в апреле составил 164 пункта (1997 г. = 100 пунктам). Хотя, кажется, что от максимального значения в конце 2007 г. его отделяет примерно 10%, но с исключением выбросов и сезонности оказывается, что если потенциал для дальнейшего наращивания физических объемов экспорта и существует, то он связан с расширением экспортных мощностей и производства. Мы считаем, что при сохранении до конца года нынешнего уровня нефтяных цен (75 долл./барр.) экспорт по итогам года не превысит 395 млрд. долл., а торговый баланс уже в октябре опустится ниже 10 млрд. долл. с перспективой его дальнейшего сокращения на фоне устойчивого роста импорта.

Банки продолжают стерилизовать деньги в экономике

Кредитование потихоньку восстанавливается, но объемы привлекаемых банками депозитов остаются все еще больше объема выдаваемых кредитов. Фактически, в апреле банки продолжали изымать деньги из частного сектора экономики, продолжая их стерилизацию размещая депозиты в Банке России.

Интересно отметить, что избыточная ликвидность имеется не у всех банков. По нашим оценкам, примерно половина из 200 крупнейших банков устойчиво испытывают недостаток текущей ликвидности, что, по всей видимости, является отражением неплатежей со стороны заемщиков². Пока ситуация не носит критического характера, но, несомненно, при обострении ситуации на финансовых рынках число банков, которым потребуется помощь, может исчисляться десятками.

Копейка рубль бережет

По оценке Центра развития, с момента начала греческой трагедии Банк России не перестает скупать валюту, несмотря на то, что курс бивалютной корзины далеко отошел от нижней границы коридора. Более того, интенсивность наращивания валютных

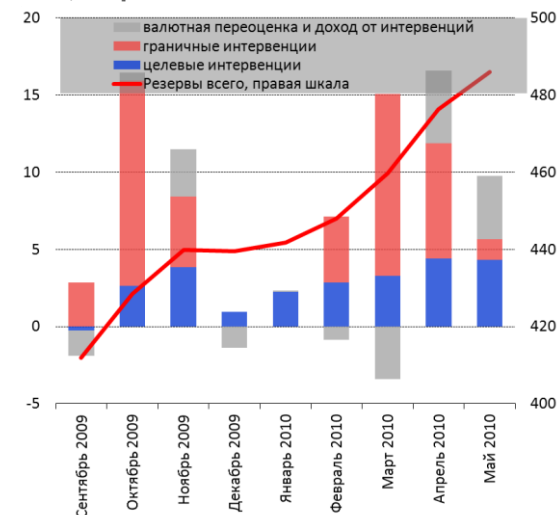
² Подробнее см. обозрение «Банки: статистика & экономика» №4.

Динамика чистого кредитования частного и государственного сектора, трлн. руб.



Источник: Банк России, расчеты Центра развития

Динамика международных резервов Банка России, млрд. долл.



Источник: Банк России, расчеты Центра развития

резервов – порядка 2 млрд. долл. в неделю или 8-9 млрд. долл. в месяц, что существенно превышает размер сальдо текущих операций - говорит о том, что, несмотря на снижение ставок Банком России, привлекательность рубля для финансовых спекуляций остается на высоком уровне, и приток средств в Россию по счету капитала продолжается. Однако, в отличие от предыдущих месяцев Банк России продолжает скупку валюты не на границах плавающего интервала, что наталкивает на определенные мысли о коррекции валютной политики.

Нашу гипотезу подтверждает новая форма месячной отчетности об интервенциях Банка России на внутреннем валютном рынке, в которой впервые раскрывается объем операций, связанных с целевой покупкой резервов, т.е. вне необходимости сглаживания курса. Так, начиная с сентября объем целевых трат 24,5 млрд. долл. из 67 млрд. долл. В мае практически весь объем покупки резервов (4,3 или 5,6 млрд. долл.) оказался именно целевым.

Таким образом, мы склонны делать вывод о том, что Банк России уже в прошлом году отказался (или был вынужден отказаться) от плавающего курса и принял решение о проведении целевых интервенций, направленных на сдерживание укрепления рубля. Это не означает, что курс рубля не будет укрепляться вновь – в случае более интенсивного притока валюты или роста цен на нефть рубль вполне может укрепиться, как это было неоднократно на протяжении последнего года.

Старая история

Согласно предварительной оценке Минфина, доходы Федерального бюджета в январе-мае составили 3,2 трлн. руб. (19,1% ВВП), расходы – 3,7 трлн. руб. (22% ВВП). Дефицит составил 491,3 млрд. руб. (всего 2,9% ВВП), что меньше значения 2009 года. Секрет низкого уровня бюджетного дефицита незатейлив: цены на нефть существенно превышают заложенные в бюджет 58 долл./барр., в результате чего нефтегазовые доходы составили 8,76% ВВП и выросли на 2,82 п.п. к аналогичному периоду прошлого года.

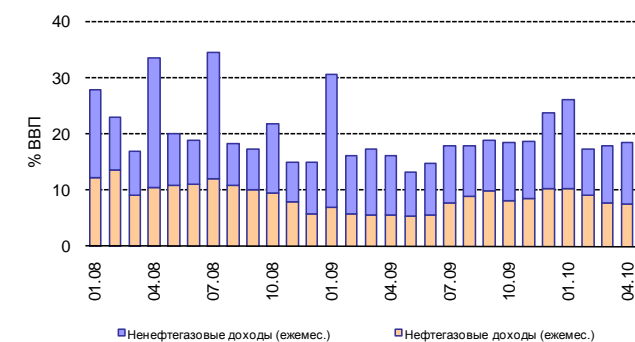
А вот доходы бюджета, не связанные с углеводородами, (с корректировкой на ЕСН) в абсолютном выражении выросли всего на 9%, а с учетом инфляции – всего на 2,2%, что, в принципе, соответствует динамике ВВП, который в первом квартале текущего года оказался всего на 2,9% выше уровня прошлого года.

Исполнение Федерального бюджета в январе-мае 2010 г.

% ВВП	май.09	май.10	янв.-май.09	янв.-май.10
Доходы – всего	13,3	16,2	18,4	19,1
Федеральная налоговая служба	6,1	5,9	8,0	7,9
Федеральная таможенная служба	6,7	9,6	7,6	9,6
Другие	0,5	0,7	2,8	1,6
Расходы – всего	17,3	18,4	21,7	22,0
На обслуживание госдолга	0,2	0,2	0,5	0,5
Непроцентные	17,0	18,2	21,2	21,5
Профицит/Дефицит (-)	-4,0	-2,2	-3,3	-2,9

Источник: Минфин, расчеты Центра развития.

Доходы Федерального бюджета



Источник: Минфин, расчеты Центра развития.

Прожектор Модернизации

Всем на зависть

В то время, как большинство развитых стран уже начали всерьез сокращать бюджетные расходы бюджета или готовиться к этому, Правительство России подготовило поправки в закон «О федеральном бюджете на 2010 год и на плановый период 2011 и 2012 годов», предусматривающие увеличение расходов федерального бюджета в 2010 году на 325,5 млрд. руб. Будут увеличены расходы на трансферт Пенсионному фонду (150 млрд. руб.), на обеспечение жильем ветеранов войны и военнослужащих (125,2 млрд. руб.), а также еще по ряду направлений в менее значительных объемах. Свободу рук Правительству обеспечили высокие цены на нефть, которые могут сформировать в бюджете дополнительные доходы в размере более 830 млрд. руб. Пока Правительство решило основную часть дополнительных доходов направить на снижение бюджетного дефицита (до 5,4% ВВП против 6,8% в действующей версии закона), но год, как известно, в июне не заканчивается.

Увеличение расходов бюджета позволило вывести их объем в реальном выражении на уровень 2009 года, однако, если не учитывать в составе бюджетных расходов трансферты Пенсионному фонду, то сокращение расходов федерального бюджета в реальном выражении составляет 8%.

Увеличение бюджетных расходов в 2010 году в реальном выражении до уровня 2009 года ставит вопрос о экономических и политических возможностях правительства сокращать расходы. Чем выше уровень расходов в 2010 году, тем выше, как показывает российская практика он будет в 2011 и последующие годы. Достижение в 2011 г. уровня дефицита федерального бюджета в 3,4% ВВП в настоящее время представляется более сложной задачей, чем до принятия поправок к бюджету. Для этого теперь необходимо сократить расходы федерального бюджета почти на 7% в реальном выражении, по сравнению с уровнем 2010 года.



▲ **Сверхплановые доходы пошли на уменьшение дефицита**

▼ **Реальные расходы бюджета (без пенсий) в 2010 г. сокращаются на 8%**

▼ **Если упорствовать с дефицитом, то и в следующем году их надо сократить**

Главное хребет не перебить

В правительстве считают монополии – «атлантами», подпирающими отечественную экономику, от самочувствия которых зависит здоровье национальной экономики в целом. В частности первый вице-премьер Игорь Шувалов отметил, что российские монополии – это хребет экономики, который как священную корову трогать нельзя, т.е. дробить их, облагать чрезмерными штрафами и т.д., и, вообще, им необходима поддержка.

На проведенном по инициативе ФАС в Суздале Дне конкуренции И.Шувалов призвал ФАС не бороться с нефтяными компаниями, налагая на них штрафы, сократить количество судебных дел против компаний и бороться «с проявлениями нарушений закона, с подавлением инициатив мелких компаний». Собственно говоря, нам казалось, что ФАС именно этим и занималась – боролась с нарушениями крупными нефтяными компаниями. Конечно, оптимисты могут подумать, что первый вице-премьер, указав на необходимость поддержки мелких компаний, намекнул на необходимость разделения вертикально-интегрированных нефтяных компаний, на необходимость обеспечения мелким компаниям доступа к нефтеперерабатывающим мощностям. Но мы уверены – они ошибаются.

Назвав «Газпром» и «Транснефть» «лидерами нашей экономики», И.Шувалов дал понять, что лидеров трогать не надо. А назвав нефтяные компании «толкателями нашей экономики» он отметил, что выявлять нарушения закона (завышение цен на нефтепродукты нужно), но вот штрафовать за это не следует, поскольку это является борьбой с нефтяными компаниями. А бороться ними не надо....

Кредитор – спи спокойнее

Минэкономразвития подготовило проект поправок в закон о банкротстве и в налоговое законодательство, призванные освободить предприятия, находящиеся в процедуре банкротства от налоговых платежей в бюджеты. В частности реализованное в процедуре банкротства имущество не будет облагаться налогом на добавленную стоимость, налогом на доходы физических лиц и налогом на прибыль организаций. Но от данных новаций банкрот не получает никакого преимущества, так как полученные в большем размере доходы он будет направлять на выплаты кредиторам.



▲ **Нарушения закона нужно выявлять**

▼ **но наказывать за них не следует**

▼ **и, вообще, лидеров – не трогать!**



▲ **Кредиторам подсластили пиллюлю**

▼ **поставив их впереди бюджета**

Комбайны отправляются на утилизацию

Правительство воодушевилось результатами государственной программы по утилизации старых автомобилей, на очереди комбайны, что будет дальше, трудно представить...

На состоявшемся 10 июня заседании рабочей группы правительства по технической и технологической модернизации сельского хозяйства первый вице-премьер Виктор Зубков предложил рассмотреть возможность создания государственной программы утилизации сельхозтехники - по аналогии с той, что действует для отечественного автопрома. Новая идея уже поддержана в Минпромторге. По подсчетам Росагролеса, в ближайшие пять лет необходимо обновить 25-30 тыс. комбайнов, 10 тыс. мощных тракторов.

Также В.Зубков напомнил про эффективность заградительных таможенных пошлин на импортную сельхозтехнику, которые сохраняются с целью стимулирования локализации производства иностранных компаний в России.

Отметим, что в 2009 году на субсидирование технической модернизации сельского хозяйства Минсельхоз потратил 6,6 миллиарда рублей, в 2010 году запланировано 2,13 миллиарда рублей. Кроме того Россельхозбанк и Росагролизинг получили от государства в свои уставные капиталы 45 млрд. и 25 млрд. рублей соответственно на финансирование приобретения российских машин и оборудования. Итого общий пакет финансирования составляет более 87 млрд. рублей в 2009-2010 годах.

Нам почему-то кажется, что эта программа так и не заработает, ведь она пока существует как идея - даже расчётов под неё нет, а уж тем более средства в бюджете не запланированы. Более того, даже те средства, которые были выделены бюджетом на поддержку производителей сельхозтехники, используются крайне неэффективно: по словам В.Зубкова, «Росагролизинг» проводит закупки невостребованной агропромышленным комплексом техники и предлагает со своих складов продукцию сельхозмашиностроения, закупленную без учета пожеланий сельхозпроизводителей.

РЖД толкают к реформам

Согласно установленным Правительством нормам, тарифы на перевозку грузов по



▲ Вскоре можно будет обменять сельхозтехнику? ...

▼ впрочем, сегодня покупается не то, на что есть спрос

▼ а на качественную импортную технику нужно сохранять заградительные пошлины

железным дорогам в следующем году вырастут не более чем на 8%. Председатель Правительства России В.В. Путин на совещании Правительства по вопросам ценообразования и уровня тарифов, состоявшемся 31 мая, признал, что индексация тарифов для РЖД всегда была ниже, чем для других естественных монополий, но пообещал оказывать поддержку железнодорожникам.

Частично эта поддержка должна пойти из региональных бюджетов, которые будут обязаны финансировать выпадающие доходы от пригородных перевозок. Из каких именно источников и в каких объемах будут выплачиваться компенсации, впрочем, неизвестно. Так же как неизвестно, каким образом отреагируют на эту идею региональные бюджеты. Видимо, понимая это, премьер пообещал компенсировать РЖД ту сумму, которой не нашлось у местных властей, что будет сделано «за счет корректировки межбюджетных отношений и трансфертов». В целом, меры, обозначенные Правительством, должны немного «отодвинуть» РЖД от федерального бюджета. Учитывая, что в прошлом году государство внесло в уставный капитал монополии 106 млрд. рублей и, по словам В.В. Путина, «в текущем году объем господдержки РАО «РЖД» практически не изменится». Но все-таки, похоже, что Правительство не готово удовлетворить все запросы РЖД, и выделенных средств будет недостаточно для финансирования инвестпрограмм железнодорожников. В связи с этим В.Путин вспомнил о процессе внутренних реформ в компании, «в том числе реализацию намеченных к продаже активов». Придется РЖД более активно этим заняться.

Поплыли

На прошлой неделе продолжилось формирование еще одной госкомпании – Объединенной судостроительной корпорации. Президент Д.Медведевым подписал указ о развитии ОАО «Объединенная судостроительная корпорация», по которому в ее собственность передаются 14 предприятий, преимущественно на юге России. Эти предприятия позволят создать «Южный центр судостроения и судоремонта», учреждение которого также прописано в президентском указе. Задачей этого центра станет строительство буровых платформ, которые предполагается использовать в Каспийском море.

Сразу же после подписания упомянутого указа Президент Д.Медведев провел заседание Совета Безопасности, посвященное развитию судостроения, где сформулировал основные задачи на долгосрочную перспективу, которые кратко можно свести к тому, что



- ▼ денег на инвестпрограмму РЖД не хватает
- ▲ государство стимулирует продолжение реформы отрасли
- ▼ и просит регионы поддержать монополию деньгами



- ▲ судостроение получило господдержку
- ▼ французы должны развивать не только российский автопром, но и судостроение
- ▼ национализация продолжается

госкомпания должна начать производить как военную, так и гражданскую (главным образом, нефтяные платформы) продукцию. Отметив, что издержки в российском судостроении делают его неконкурентоспособным, Президент выразил надежду на то, что госкомпания сможет решить эту проблему. По всей видимости, одним из путей её решения станет получение в той или иной форме бюджетной поддержки.

По случайному совпадению совещание Совбеза, практически, совпало с двумя событиями. С одной стороны, владелец основных конкурентов ОСК, «Балтийского завода» и «Северной верфи», господин Пугачев вступил в решающую фазу переговоров о продаже своих активов государству. С другой стороны, состоялся визит премьера В.Путина во Францию, где он продолжил переговоры о покупке вертолетоносца «Мистраль», заявив, что Россия его купит, только если вместе с ним Франция передаст технологии, которые позволят ей развивать отрасль судостроения.

Интересно, а если Франция не согласится на такие условия, то и судостроение не в России не будет развиваться? А зачем тогда активы у Пугачева выкупать?

Комментарии о Государстве и Бизнесе

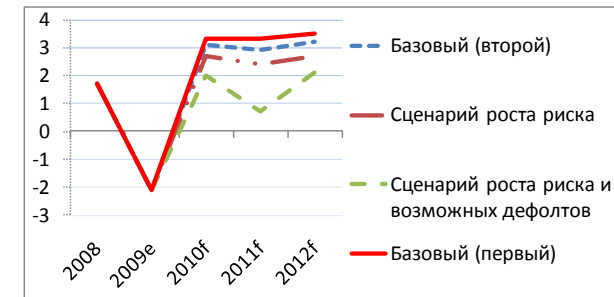
Всемирный Банк о новых проблемах мировой экономики. На наш взгляд, Россия не останется в стороне

Всемирный Банк выпустил доклад «Global Economic Prospects Summer 2010: Fiscal Headwinds and Recovery», который содержит ряд алармистских предположений относительно экономической динамики в некоторых странах, но даже в самом пессимистичном (W-образном) среднесрочном сценарии развития мировой экономики Всемирный банк не предрекает российской экономике нового резкого падения. Впрочем, напомним, что сильного падения почти никто не предрекал России и в феврале 2009г., когда основные макропоказатели уже снижались двузначными темпами.

Новый вызов для мировой экономики, по мнению Всемирного Банка, состоит в том, что переход ее восстановления с легкой стадии (за счет наращивания запасов, а также денежного и фискального стимула) к «трудной» стадии, когда она должна расти за счет частных инвестиций и потребления (на фоне финансовой стабильности, реструктуризации банковского сектора и роста производительности), осложняется обострившейся долговой проблемой ряда европейских стран. Сюда входит как страны группы ЕС-5 – политкорректной аббревиатуры для т.н. PIIGS (то есть Португалии, Ирландии, Италии, Греции и Испании), так и некоторые другие.

Разрабатывая четыре сценария для мировой экономики, которые основаны на разных предположениях относительно развития долгового кризиса в Европе, эксперты Всемирного Банка прогнозируют возможный диапазон динамики мирового ВВП в 2010-2012 гг. от 3,3% -3,5% в самом оптимистичном сценарии до 2,0, 0,7 и 2,1% - в самом пессимистичном случае, предполагающем одновременный рост на 100 б.п. доходности 10-летних облигаций правительства США и дефолт ряда наиболее обремененных долгами европейских государств, после того как во второй половине 2010 г. степень доверия к ним резко упадет. Далее в пессимистическом сценарии работает эффект домино: большие потери торговых партнеров стран ЕС-5, затем дефолты финансовых институтов в ряде стран (например, в Мексике, Чили и Перу, где испанские банки владеют 25% банковского капитала) и резкое уменьшение притока капитала, к примеру, в ту же

Четыре сценария развития мировой экономики от Всемирного банка, прирост ВВП, %



Источник: Всемирный Банк, июнь 2010

Бразилию, куда в 2009 г. 12% ПИИ пришло из Испании и Португалии. В этом случае в 2011 г. мировая экономика вырастет лишь на 0,7%, потеряв почти 2,6 п.п. по сравнению с бескризисной траекторией, высокодоходные страны, включающие и пятерку нерадивых должников, сократят ВВП на 0,5%, а к 2012г. мировая экономика кумулятивно потеряет более 4 п.п. мирового ВВП по сравнению с базовым сценарием, то есть около 2,5 трлн. долл. США.

Пессимистичный сценарий в глазах экспертов Всемирного Банка не является самым вероятным. Их относительный оптимизм базируется, во-первых, на том, что в мае кредитные рейтинги пяти стран (Азербайджан, Боливия, Нигерия, Панама и Украина) были повышены (хотя здесь мы бы напомнили, что рейтинговые агентства повышали рейтинги и перед прошлым кризисом). Во-вторых экспертов Всемирного Банка, видимо, успокаивает тот факт, что на фоне падения в мае 2010 г. глобальных фондовых индексов на 8-17% рискованные премии развивающихся стран сильно не выросли, а реальный сектор, видимо, не пострадал в силу короткого периода кризиса (хотя прямые данные о его текущем состоянии – в силу статистических лагов – пока отсутствуют). Тем не менее, по мнению авторов доклада, даже в базовом варианте развития (предполагающем купирование долгового кризиса в Европе относительно «малой кровью», стоимостью «всего» в 1 трлн. долларов) и развитым, и развивающимся странам в среднесрочном плане придется, с одной стороны, «затянуть пояса», отказавшись от высоких социальных расходов и наращивания затрат на инфраструктуру и развитие человеческого капитала, а с другой, изменить текущую макрополитику, прежде всего снизив бюджетные расходы.

Всемирный Банк указывает на то, что страны G-7, решая проблему стареющего населения и борясь с кризисом, умудрились в мирное время довести уровень госдолга до 113% ВВП (по оценкам МВФ на 2010 г.), что последний раз наблюдалось после второй мировой войны в 50-е годы 20-го века. Теперь, чтобы привести госдолг к приемлемому 60%-му уровню к 2030 г. им, по оценкам Всемирного Банка, необходимо снизить расходы (или увеличить доходы) почти на 9% ВВП. Развивающиеся страны, хотя и имеют гораздо более низкую долговую нагрузку, страдают от роста процентных ставок в развитых странах и уменьшения объема внешних кредитов, а также от уменьшения объемов помощи из-за рубежа, которая формируется за счет развитых стран и, по оценкам Всемирного Банка, на период в 10 лет снизится примерно на четверть.

Эксперты Всемирного Банка, описывая сценарии, к сожалению четко не определяют их вероятности. В принципе из доклада следует, что вероятность кризисного W-сценария относительно невелика, хотя на наш взгляд, он скорее равновероятен по сравнению с

инерционным. Почему мы более пессимистичны? Не только потому, что первую волну кризиса также не удалось предсказать, но прежде всего потому, что мы иначе трактуем факты.

Во-первых, нас на фоне высокой долговой нагрузки частного сектора в развивающихся странах оченьстораживает майское семикратное (по сравнению с началом года) уменьшение объемов размещения облигаций развивающихся стран (до мизерных 3 млрд. долл.). Между тем, наши соседи - Казахстан, Латвия, Литва и Украина - должны погасить корпоративные долги в 2010 г. на сумму около 8% ВВП, если не погасят – велика вероятность кросс-дефолта, угрозу заражения кризисом – особенно от стран-соседей – еще никто не отменял. Как показывают исследования, структура международной торговли является более важным фактором в объяснении распространения валютных и иных кризисов по сравнению с макроэкономическими показателями. Страны, которые торгуют и конкурируют со странами-объектами спекулятивных атак на их валюту с высокой вероятностью сами могут быть атакованы спекулянтами. Кроме того, в результате финансовой паники, стадного поведения и скачков в ожиданиях корреляции цен активов становится аномально высока именно в период финансовых кризисов, следовательно диверсификация международных портфелей ценных бумаг резко снижается или не работает именно в тот момент, когда она наиболее необходима. Но такая чрезмерная взаимозависимость цен активов может распространить специфический страновой шок на другие страны, даже если они имеют хорошие макропоказатели.

Во-вторых, существуют исследования, показывающие, что в мире уже давно не наблюдалось серийных дефолтов, которые раньше приходили с пугающей регулярностью. Это, на наш взгляд, актуализирует угрозу возникновения долгового регионального кризиса в Восточной Европе и Центральной Азии (куда входят и страны СНГ) – регионе, который, как известно, и так оказался самым слабым звеном мировой экономики в 2009 г. Среди стран нашего региона две – Албания и Азербайджан – более 20% своего экспорта направляют в пораженные долговым кризисом страны ЕС-5, то есть входят наряду с рядом африканских стран в «группу внешнеторгового риска» из 8 стран, выделенную экспертами Всемирного Банка. В его же «группу финансового риска» из нашего региона входят Албания, Болгария, Румыния и Сербия, которые тесно связаны с финансовым сектором стран ЕС-5.

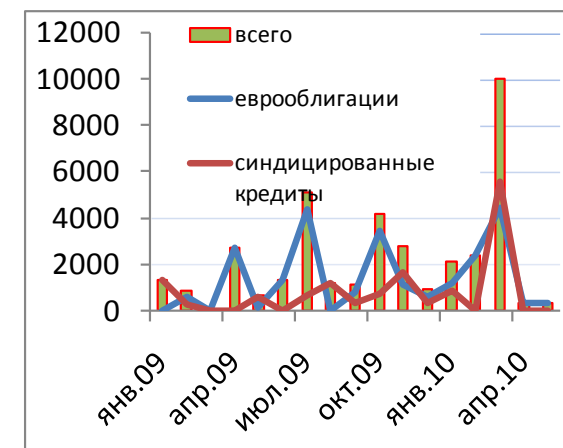
В-третьих, продолжение в развитых странах на фоне ужесточения бюджетной политики периода мягкой денежной политики активизирует операции carry-trade и образование

Приток капитала на развивающиеся рынки, %

	2008	2009	2010					
	Q1	Q1	Q1	Я.	Ф.	Март	А.	Май
Всего	103	48	104	41	17	47	45	15
облигации	12	18	48	21	5	21	26	3
кредиты	71	22	30	12	5	13	8	6
акции	20	8	26	7	7	12	11	6
Лат Америка (всего)	19	21	31	9	4	17	15	3
облигации	5	10	19	8	2	10	9	0
В. Европа (всего)	36	6	26	13	2	10	14	2
облигации	2	4	17	7	1	8	11	1
Азия (всего)	38	18	38	16	7	15	11	10
облигации	3	5	9	7	2	0	3	2
Другие (всего)	11	3	10	2	3	5	4	1
облигации	10	3	9	3	4	5	5	0

Источник: Всемирный Банк, июнь 2010

Зарубежные привлечения российских заемщиков, млн. долл.



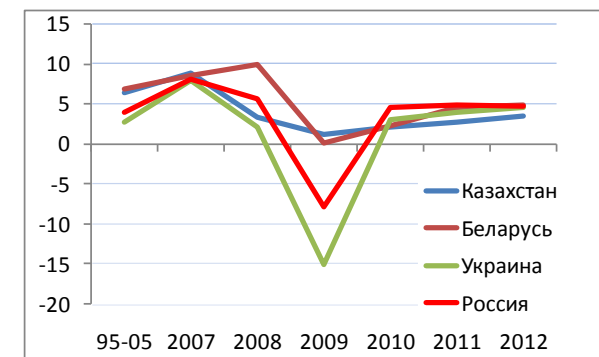
Источник: ЦМАКП

пузырей, в первую очередь, в развивающихся странах, в результате чего многим из них придется отказываться от фискального стимула. Это прежде всего Индия, где дефицит бюджета достиг почти 10% ВВП, а госдолг – 77% ВВП, а также Китай и Бразилия, которым явно угрожает перегрев экономики. Замедление восстановления в этих «моторах» мировой экономики может еще сильнее подорвать доверие инвесторов, которые и так приуныли после европейского весеннего обострения.

Прогноз роста ВВП для российской экономики в новом докладе Всемирного банка укладывается в диапазон от 4,5%, 4,8% и 4,7% на 2010-2012 гг. в базовом варианте, предполагающем благополучное решение долговых проблем европейских стран до темпов примерно на 1 п.п. ниже – в «дефолтном» W- сценарии. Следует подчеркнуть, что в данном случае специалисты Всемирного банка выступают даже большими оптимистами, чем российское Минэкономразвития, которое никак не может поднять планку трехлетнего прогноза по росту экономики выше 4%-ной отметки.

Валерий Миронов

Базовый сценария развития стран СНГ от Всемирного банка, прирост ВВП, %



Источник: Всемирный Банк, июнь 2010

Команда Центра развития

Наталья Акиндинова

Елена Балашова

Виктория Вильф

Виталий Дементьев

Наталья Ивликова

Николай Кондрашов

Алексей Кузнецов

Евгений Минзулин

Валерий Миронов

Дмитрий Мирошниченко

Юлия Николаева

Максим Петрович

Ольга Пономаренко

Сергей Пухов

Сергей Смирнов

Андрей Чернявский

Ждем Ваших вопросов и замечаний!

ЦЕНТР РАЗВИТИЯ: тел./факс +7 (495) 625-94-74, e-mail: info@dcenter.ru, <http://www.dcenter.ru>.

НИУ-ВШЭ: тел. +7 (495) 621-79-83, e-mail: hse@hse.ru, <http://www.hse.ru>

Вся информация, представленная в Выпуске, базируется на данных официальных органов и расчетах Центра развития НИУ-ВШЭ. При использовании, частичном или полном, материалов, изложенных в настоящем Выпуске, необходимо указывать ссылку на Центр развития НИУ-ВШЭ.