

Содержание

Мировая экономика
накануне очередного
греческого кризиса

Краткосрочные возможности
роста

Долгосрочные риски
развития

Мексика – пример для
сырьевых экспортеров?

Executive summary

Мировую экономику ждет тяжелое лето 2012 г. Источник потрясений прежний – Греция и прочие страны Южной Европы. Ожидания политических и почти неизбежно последующих за ними экономических преобразований в Греции и в еврозоне в целом снова девальвируют даже относительно свежие макроэкономические прогнозы. Мы не беремся предсказывать развитие кризиса в Европе после 17 июня – даты повторных парламентских выборов в Греции – слишком высока не только экономическая, но и политическая неопределенность в Европе в настоящее время. Тревожное ожидание негативных изменений мы компенсируем попыткой отыскать источники возможных позитивных импульсов для мировой экономики – это главная тема настоящего выпуска.

Мы выделили четыре возможности ускоренного роста мировой экономики в ближайшее время. Это более быстрое восстановление жилищного сектора в США, поддержание стабильного роста в Китае за счет ускорения в потребительском секторе, устойчивое посткризисное развитие стран Латинской Америки и, наконец, смена вектора экономической политики в Европе. Последнее является скорее нашей надеждой, нежели обоснованным прогнозом.

Не стоит упускать из виду и накапливающиеся в мировой экономике вместе с кризисными изменениями риски для стабильного долгосрочного развития. В их числе экономические дисбалансы в Китае и еврозоне, высокие реальные цены на сырьевые товары на мировых рынках и демографические тенденции в США.

Противостоять долгосрочным вызовам и усиливать позитивные импульсы способна грамотная экономическая политика. Переосмысление «лучших практик» с учетом кризисного опыта – одна из главных тем международной аналитической повестки дня. В заключительной части обзора мы обращаемся к опыту Мексики, крайне позитивно оцениваемому ведущими международными организациями, в области рыночного хеджирования доходов от экспорта нефти на национальном уровне.

Таблица 1. Прогноз прироста ВВП двадцати крупнейших развитых и развивающихся экономик в 2012 и 2013 гг., % к предыдущему году

	2011	2012 (прогноз)					2013 (прогноз)				
		IMF	OECD	CE	OxEc	Конс.	IMF	OECD	CE	OxEc	Конс.
МИР	3,9	3,5	3,4	-	2,4	3,1	4,1	4,3	-	3,2	3,8
<i>Развитые экономики (определение МВФ)</i>											
США	1,7	2,1	2,4	2,3	2,4	2,3	2,4	2,6	2,5	2,7	2,6
Япония	-0,7	2,0	2,0	2,0	1,8	1,9	1,7	1,5	1,5	2,4	1,8
Германия	3,1	0,6	1,2	0,7	0,5	0,7	1,5	2,0	1,6	1,7	1,7
Великобритания	0,7	0,8	0,5	0,7	0,3	0,6	2,0	1,9	1,8	1,8	1,9
Франция	1,7	0,5	0,6	0,3	0,1	0,4	1,0	1,2	1,0	1,2	1,1
Италия	0,4	-1,9	-1,7	-1,5	-2,0	-1,8	-0,3	-0,4	0,2	-0,2	-0,2
Южная Корея	3,6	3,5	3,3	3,3	2,7	3,2	4,0	4,0	3,9	4,6	4,1
Испания	0,7	-1,8	-1,6	-1,6	-1,7	-1,7	0,1	-0,8	-0,1	-1,6	-0,6
Канада	2,5	2,1	2,2	2,1	2,1	2,1	2,2	2,6	2,3	2,4	2,4
Австралия	2,0	3,0	3,1	3,1	2,5	2,9	3,5	3,7	3,4	3,4	3,5
Тайвань	4,0	3,6	-	3,1	2,1	2,9	4,7	-	4,5	3,8	4,3
Нидерланды	1,3	-0,5	-0,6	-0,6	-0,8	-0,6	0,8	0,7	1,4	1,0	1,0
Бельгия	1,9	0,0	0,4	-0,1	0,3	0,2	0,8	1,3	1,2	0,9	1,0
Швеция	4,0	0,9	0,6	0,5	1,5	0,8	2,3	2,8	2,0	2,6	2,4
Австрия	3,1	0,9	0,8	0,7	0,5	0,7	1,8	1,6	1,6	1,3	1,6
Швейцария	1,9	0,8	0,9	0,6	0,4	0,7	1,7	1,9	1,5	1,7	1,7
Греция	-6,9	-4,7	-5,3	-5,4	-6,7	-5,5	0,0	-1,3	-1,1	-2,1	-1,1
Гонконг	5,0	2,6	-	3,0	3,0	2,9	4,2	-	4,6	5,0	4,6
Сингапур	4,9	2,7	-	2,9	3,0	2,9	3,9	-	4,6	5,7	4,7
Чехия	1,7	0,1	-0,5	0,2	-0,3	-0,1	2,1	1,7	1,9	1,4	1,8
<i>Развивающиеся экономики (определение МВФ)</i>											
Китай	9,2	8,2	8,2	8,4	8,0	8,2	8,8	9,3	8,5	8,9	8,9
Индия	7,2	6,9	7,1	7,2	6,1	6,8	7,3	7,7	7,7	8,3	7,7
Россия	4,3	4,0	4,5	3,8	4,3	4,1	3,9	4,1	3,8	3,6	3,8
Бразилия	2,7	3,0	3,2	3,3	2,9	3,1	4,2	4,2	4,4	5,1	4,5
Мексика	4,0	3,6	3,6	3,5	3,8	3,6	3,7	3,8	3,4	4,0	3,7
Индонезия	6,5	6,1	6,1	6,0	6,3	6,1	6,6	5,7	6,4	6,6	6,3
Турция	8,5	2,3	3,3	2,5	2,2	2,6	3,2	4,6	4,7	5,0	4,4
Иран	2,0	0,4	-	-	-2,0	-0,8	1,3	-	-	3,5	2,4
Польша	4,4	2,6	2,9	2,8	2,6	2,7	3,2	2,9	3,1	2,7	3,0
Аргентина	8,9	4,2	-	3,5	4,0	3,9	4,0	-	3,4	4,0	3,8
Саудовская Аравия	6,8	6,0	-	5,1	4,5	5,2	4,1	-	4,9	4,7	4,6
Тайланд	0,1	5,5	-	5,3	4,8	5,2	7,5	-	4,7	7,2	6,5
ЮАР	3,1	2,7	3,3	2,8	2,6	2,8	3,4	4,2	3,7	4,0	3,8
Египет	1,8	1,5	-	2,0	1,8	1,8	3,3	-	3,6	3,4	3,4
Пакистан	2,4	3,4	-	3,8	3,1	3,4	3,5	-	4,3	4,0	3,9
Колумбия	5,9	4,7	-	5,0	4,5	4,7	4,4	-	4,7	4,2	4,4
Малайзия	5,1	4,4	-	4,3	4,7	4,5	4,7	-	5,1	5,1	5,0
Нигерия	7,2	7,1	-	6,9	7,0	7,0	6,6	-	7,3	6,5	6,8
Филиппины	3,7	4,2	-	4,0	4,1	4,1	4,7	-	4,9	5,2	5,0
Венесуэла	4,2	4,7	-	4,2	4,5	4,5	3,2	-	2,2	2,3	2,6
<i>Мемо:</i>											
Еврозона	1,4	-0,3	-0,1	-0,4	-0,6	-0,3	0,9	0,9	0,9	0,7	0,9

Источник: Thomson Reuters Datastream, расчеты РЭА

Примечание: IMF – Международный Валютный Фонд (прогноз от апреля 2012 г.), OECD – Организация Экономического Сотрудничества и Развития (прогноз от мая 2012 г.), CE – Consensus Economics (прогноз от апреля 2012 г.), Oxford Economics (прогноз от мая 2012 г.); методология расчета мирового ВВП различна для различных организаций.

МИРОВАЯ ЭКОНОМИКА НАКАНУНЕ ОЧЕРЕДНОГО ГРЕЧЕСКОГО КРИЗИСА

В начале 2012 г. прогнозы ведущих мировых аналитических организаций о характере послекризисного роста перестали радикально отличаться.

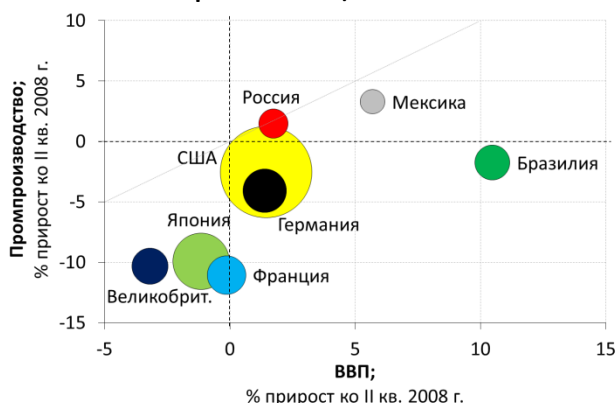
Рецессия в 2012 г. и слабый рост в 2013 г. – это тот сценарий для европейской экономики, который уже заложен в стратегии и ожидания основных заинтересованных сторон.

Прежде относительно однородные группы экономик перестали быть таковыми.

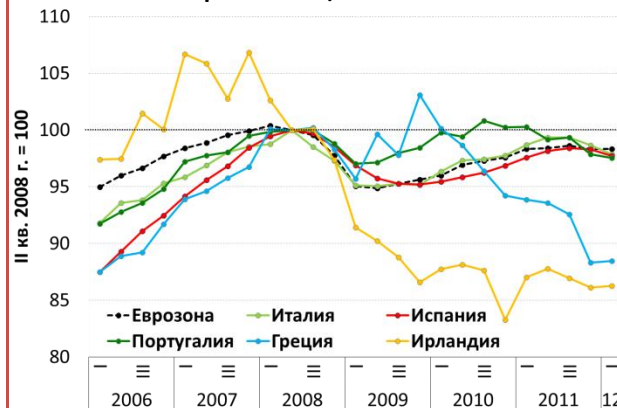
Начало 2012 г., казалось бы, подарило экономистам надежду на стабильность, пусть и в очень специфичном смысле слова, послекризисной динамики, прежде всего в развитых странах. За период, прошедший с января по апрель, прогнозы ведущих мировых организаций о характере роста крупнейших экономик в 2012 и 2013 гг. не были радикально пересмотрены – чуть ли не впервые за последние пять лет. Консенсус ожиданий начала 2012 г. (Таблица 1 отражает этот аспект) стал большим достижением и самостоятельным фактором оптимизма – по крайней мере, экономисты перестали давать диаметрально противоположные прогнозы о темпах роста в ближайшие годы. В чем заключался этот условный консенсус?

Прежде всего, в признании неизбежности повторной рецессии в ряде европейских стран в 2012 г., а в некоторых из них – еще и в 2013 г. Так, ведущие мировые прогнозисты уверены, что экономики Италии и Испании сократятся в 2012 г. в реальном выражении более чем на 1,5% и еще пару десятых процента потеряют в 2013 г. Это значит, что на уровень 2008 г. по ВВП две крупнейшие экономики стран Южной Европы не выберутся раньше 2014 г. Рецессия в еврозоне по итогам 2012 г. также выглядит неизбежной. Позитивные данные о росте ВВП Германии в первом квартале 2012 г. на 0,5% и нулевом росте в еврозоне не поколебали европессимизма экономистов. Поступающие по ходу второго квартала данные подтверждают, что всплеск в начале года в Германии действительно нельзя считать устойчивым. Консенсус в отношении повторной европейской рецессии и тяжелого медленного последующего восстановления уже заложен в кратко- и среднесрочные стратегии большинства заинтересованных экономических агентов. Еврооптимисты, если таковые еще остались, рискуют в этой ситуации серьезно проиграть.

Еще один сформировавшийся консенсус – принципиальные различия в характере послекризисной динамики в группах экономик, прежде казавшихся относительно однородными. Внутри развитых стран мы наблюдаем очевидное и, возможно, имеющее далеко идущие последствия, отставание Европы от США по темпам послекризисного восстановления. Внутри Европы, в свою очередь, «в отрыв» уходят Германия и Франция. Внутри изначально неоднородной группы развивающихся стран наблюдаются еще более значительные различия в темпах роста.

Рисунок 1. ВВП и промпроизводство в ряде стран на конец I кв. 2012 г.

Источник: Всемирный Банк, расчеты РЭА

Рисунок 2. Динамика ВВП стран GIPSI и еврозоны в целом

Источник: Eurostat, Datastream, расчеты РЭА

Среди «лидеров» послекризисного роста в группе развитых стран – США и Германия, среди крупных «развивающихся» помимо Китая и Индии позитивно выделяется Мексика.

Акцент обзора – на возможных «точках роста» мировой экономики, способных компенсировать негативные последствия реализации политических рисков в Греции.

Рисунок 1 иллюстрирует последний тезис. США и Германия – два бесспорных лидера с точки зрения послекризисной динамики среди развитых стран – уже превысили предкризисные уровни ВВП примерно на 1,5%. Франция по итогам первого квартала 2012 г. остановилась в полушаге от преодоления «кризисной ямы» и, вероятно, до конца года выйдет-таки на предкризисные уровни по ВВП. Великобританию, увлекшуюся попытками стимулировать рост посредством снижения госрасходов, обогнала по темпам восстановления даже Япония, серьезно пострадавшая от прошлогоднего землетрясения. Ни одна из перечисленных развитых стран при этом не вышла на предкризисные уровни промышленного производства, в отличие от крупнейших развивающихся стран, среди которых «кризисную яму» промпроизводства не преодолела пока только Бразилия. Впрочем, последняя оставила далеко позади Россию по темпам восстановления ВВП. На фоне стабильности восстановления в США и высоких цен на нефть бодро преодолела кризис и Мексика – пятая по величине развивающаяся экономика мира. Китай и Индию на Рисунок 1 мы помещать не стали – превышения «предкризисного» уровня ВВП в них равны соответственно 39% и 31%.

В таком состоянии мировая экономика весной 2012 г. встретила очередные политические потрясения в Греции, которые почти неизбежно приведут, на наш взгляд, к выходу страны из еврозоны до конца 2012 г. и новому раунду борьбы европейских политиков со спиралью долгового кризиса в еврозоне. Эти процессы пока выглядят слишком неопределенно, многое будет зависеть от развития ситуации вокруг Греции в июне-июле 2012 г. Пока же мы предлагаем наметить те возможные «точки роста» мировой экономики, способные обеспечить должный позитивный импульс даже на фоне новых негативных шоков.

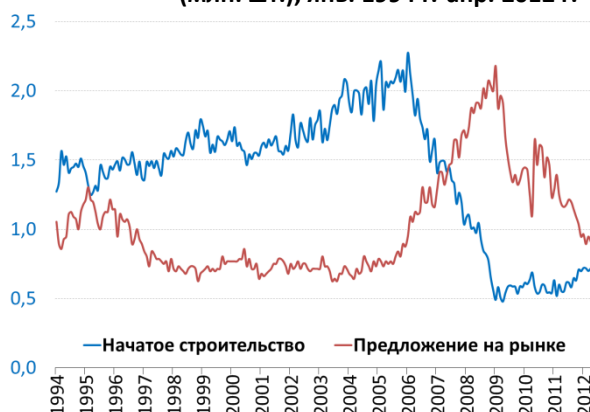


КРАТКОСРОЧНЫЕ ВОЗМОЖНОСТИ РОСТА

Американский рынок жилья – первый источник возможных позитивных экономических новостей.

Очевидно, что «точки роста» проще искать в растущих, а не в сокращающихся в размерах экономиках. Для нас первым ожидаемым источником позитивных новостей в течение предстоящих кварталов является американский рынок жилья. Это не новая и не оригинальная идея – мы уже упоминали ее в предыдущем выпуске Квартального комментария.¹ Вышедшие за последние три месяца статистические данные об американском рынке жилья лишь укрепили нас во мнении, что «дно» жилищного строительства в США пройдено.

Рисунок 3. Предложение на жил. рынке (мес. продаж) и начатое стр-во домов (млн. шт.), янв. 1994 г.-апр. 2012 г.



Источник: BLS, NAR, расчеты РЭА

Рисунок 4. Средняя стоимость жилья по ипотеке FNMA и FHLMC, II кв. 08 г. = 100, и вклад жил. инвестиций в ВВП, п.п.



Источник: FHFA, BEA, расчеты РЭА

Предложение жилья в США достигло уровней 2005 г., что оказывает повышательное давление на цены и стимулирует новое строительство.

Рисунок 3 отражает ключевую идею, подкрепляющую оптимизм в отношении рынка жилья в США. Запас жилья на рынке к концу апреля 2012 г. достиг пяти месяцев продаж – это уровень, не наблюдавшийся с осени 2005 г. Поддержание этого уровня возможно сейчас за счет двух источников: поступления на рынок жилья, заложенного по не выплачиваемым ипотечным кредитам, и нового строительства. Ипотечные банкротства, по мнению экспертов, уже преодолели свой пик – их влияние на запасы на рынке жилья отразилось во всплеске предложения в конце 2009 г. - начале 2010 г. – второго «пики» не предвидится. Начатое строительство пока растет не очень активно, но по мере того, как ограничения со стороны предложения будут оказывать все большее повышательное давление на цены, будет расти и объем нового строительства. Преодоление рубежа в 1 млн. новых домов в год выглядит на горизонте 2012-2013 гг. вполне реальным.

¹ См. «Ежеквартальный комментарий №2. Кризис: повторение пройденного?» в разделе «Аналитика» интернет-сайта «Российского Энергетического агентства»: <http://www.rosenergo.gov.ru/activity/analitics/>

Ключ к ускорению роста цен на жилье и увеличению вклада жилищного строительства в прирост ВВП США – дальнейшее снижение уровня накопленного домохозяйствами долга.

Тенденция к постепенному росту цен на недвижимость в США, правда, пока очень слаба – за последние 12 месяцев цены выросли всего на 1,2%. Сейчас средняя стоимость жилья в США примерно на 20% ниже, нежели в точке предкризисного максимума. Ключевой фактор, сдерживающий рост продаж жилья – все еще слишком большие уровни накопленного домохозяйствами долга (около 86% ВВП на конец 2011 г. – это уровень начала 2005 г.). Снижение уровня задолженности домохозяйств еще на несколько пунктов должно вызвать ускорение роста цен на недвижимость и рост инвестиций в жилищное строительство. Это, по нашим оценкам, увеличит вклад жилищных инвестиций в прирост ВВП США до 0,5-0,6 п.п. в годовом выражении против 0,2 п.п. в среднем за последние четыре квартала (Рисунок 4).

Рост в Китае замедлился на фоне проблем в Европе, но, несмотря на все риски, мы продолжаем считать китайский рост фундаментально устойчивым.

Еще один крайне позитивный для мировой экономики в ее современном состоянии сюжет – удивительная во многом устойчивость китайской экономики к внешним шокам, приходящим из развитых стран. Да, повторная рецессия в Европе (с которой Китай в последние годы торгует активнее, чем с США) замедлила темпы роста китайской экономики, но они все еще выше целевых 7,5% (если измерять рост к кварталу предыдущего года, и чуть ниже, если к предыдущему кварталу в годовом выражении). Риски для стабильного роста в Китае понятны: это высокий фактический уровень просроченной задолженности в кредитных портфелях банков и низкая эффективность дополнительных фискальных стимулов. Но эти риски пока не реализуются в полной мере, и поэтому говорить о «катастрофических» сценариях для Китая вроде февральского негативного сценария МВФ² (4% прироста ВВП в годовом выражении) пока, на наш взгляд, нельзя. Напротив, стоит обратить большее внимание на фундаментальные факторы устойчивости китайского роста.

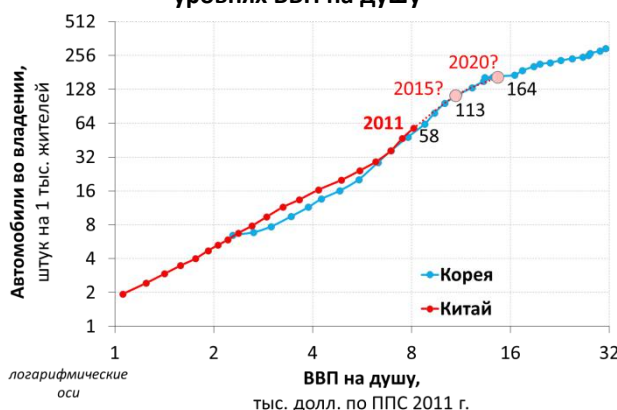
Внутренний потребительский сектор китайской экономики компенсирует негативные тенденции в динамике внешнего спроса.

Один из наиболее очевидных, на наш взгляд, состоит в том, что потребительский сектор китайской экономики все еще далек от насыщения основными товарами и оборудованием. Это обеспечивает стабильный рост спроса на продукцию связанных с потребительским сектором отраслей промышленности. В зоне стабильного роста, прежде всего, рынки товаров длительного пользования, например, авторынок. Растущий спрос со стороны автопроизводителей на продукцию металлургии позволяет, в свою очередь, компенсировать снижение внешнего спроса.

² China Economic Outlook от 6 февраля 2012 г.

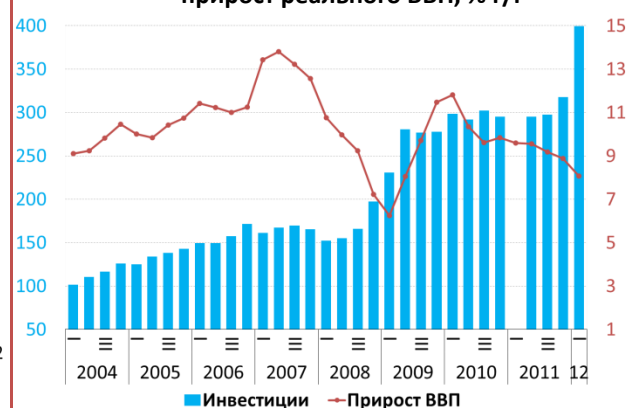


Рисунок 5. Владение легковыми автомобилями в Китае и Корее при сопоставимых уровнях ВВП на душу



Источник: Datastream, расчеты РЭА

Рисунок 6. Инвестиции в дорожное строит-во, млрд. юаней (в ценах 2004 г.) и прирост реального ВВП, % г/г



Источник: Datastream, расчеты РЭА

В 2012-2015 гг. автопарк в Китае будет расти ускоренными темпами, что окажет поддержку китайской металлургии и нефтехимии.

Рисунок 5, например, демонстрирует перспективы роста парка легковых автомобилей в Китае в ближайшие годы. К 2015 г., если следовать корейской аналогии, автопарк в Китае может вырасти в 2 раза относительно размеров 2011 г., к 2020 г. — в 3 раза. Теоретические исследования подтверждают подобный прогноз: считается, что пока уровень ВВП на душу в стране лежит в диапазоне от 3 до 10 тыс. долл., владение автомобилями растет в два раза быстрее, чем уровень благосостояния. Сейчас ВВП на душу в Китае по паритету покупательной способности незначительно превышает 8 тыс. долл., рубеж в 10 тыс. долл. будет пройден, вероятно, во второй половине 2014 г. Ускоренный рост автопарка окажет поддержку не только китайской металлургии, но и прочим связанным отраслям, например, нефтехимии.

Дополнительный эффект от роста автопарка в Китае возникнет, если новой транспортной инфраструктурой, в которую так много инвестируется, начнут пользоваться активнее.

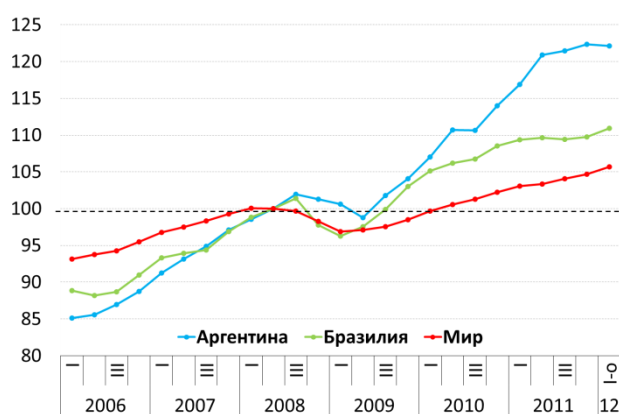
Позитивный эффект от роста владения автомобилями в Китае может быть еще выше, если рост автопарка будет происходить на фоне ускоренного роста пассажирооборота легкового транспорта. Не секрет, что рост как количества автомобилей, так и протяженности дорожной сети в Китае в последние годы был во многом обеспечен действием программ антикризисного стимулирования экономики. Пассажирооборот легкового транспорта же рос по факту не столь быстро. Мы считаем, что в ближайшие годы должен реализоваться этот «отложенный» рост пассажирооборота, тем более что на фоне новых негативных внешних шоков правительство вновь решило начать строить дороги. Рисунок 6 демонстрирует это простое «правило» китайской стимулирующей политики: как только темп прироста ВВП снижается ниже 9%, китайские власти резко наращивают инвестиции в дорожное строительство. Рано или поздно, но этими дорогами будут пользоваться активнее.



На удивление стабильные нынче к внешним шокам латиноамериканские экономики окажут важную поддержку динамике мировой экономики в ближайшие годы.

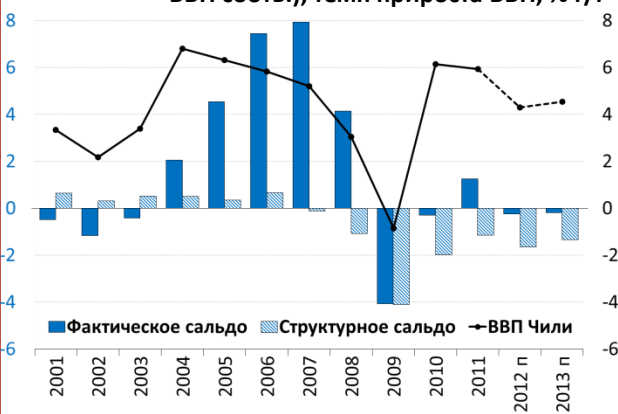
Еще один потенциальный источник позитивных импульсов в динамике мировой экономики – страны Центральной и Южной Америки, устойчивость к исходным и вторичным кризисным шокам и скорость послекризисного восстановления которых продолжают вызывать настоящее удивление у экономистов. Вес латиноамериканских экономик в мировом ВВП не так велик – всего около 6,5% (расчет по ППС 2011 г. без учета экономики Мексики) – но в период замедления мирового роста даже они могут оказать заметную поддержку нестабильной мировой экономике. Так, по нашим оценкам, вклад экономик стран Латинской Америки в прирост мирового ВВП даже в 2013 и 2014 гг. будет превышать вклад европейских стран, вес которых в мировом ВВП в три раза выше, не говоря уже о кризисном для Европы 2012 г. Предварительные оценки итогов первого квартала 2012 г. (Рисунок 7) показывают, что ВВП Бразилии и Аргентины – двух крупнейших экономик Южной Америки – превышают предкризисные уровни уже на 11% и 22% соответственно против 6% для мировой экономики в целом.

Рисунок 7. ВВП крупнейших стран Южной Америки и мира, II кв. 2008 г. = 100



Источник: Datastream, Oxford Economics, расчеты РЭА

Рисунок 8. Фактическое и структурное сальдо бюджета Чили (% к ном. и потенц. ВВП соотв.), темп прироста ВВП, % г/г



Источник: IMF

Некоторые страны Латинской Америки разработали, по мнению международных организаций, достойные подражания механизмы борьбы с «импортированной» волатильностью.

Страны Латинской Америки в документах международных организаций в последнее время выступают еще и в совсем уж непривычном качестве образца для подражания в области экономической политики. Речь идет не обо всем комплексе мер, а об отдельных страновых стратегиях снижения влияния волатильности на мировых рынках сырья (многие экономики региона являются либо крупными нетто-экспортерами, либо крупными нетто-импортерами сырья) на стабильность национальных экономик. Чаше других в этом качестве упоминаются Чили и Мексика. Мексиканскому опыту борьбы с «импортированной» волатильностью мы посвящаем отдельный раздел обзора, сейчас же коротко рассмотрим пример Чили.

Таргетирование структурного сальдо госбюджета помогло Чили быстрее многих других стран-экспортеров сырья выбраться из кризиса и выйти на траекторию стабильно посткризисного роста.

Чили, четверть доходов бюджета которой приходится на экспорт меди, использует в проведении фискальной политики правило таргетирования структурного сальдо госбюджета. Структурное сальдо фиксируется избираемым президентом страны на весь срок президентства. Политически независимые комиссии экспертов каждый год обновляют прогнозы потенциального ВВП Чили и долгосрочного равновесного уровня цен на медь на мировом рынке. Исходя из этих двух параметров определяются структурные доходы бюджета. Расходы бюджета определяются автоматически как разница структурных доходов и заданного сальдо. Парламент вправе менять структуру расходов и снижать их величину – повышать расходы законодатели не имеют права. Правило фискальной политики, действующее в Чили с 2001 г., по мнению многих экспертов, и стало тем стабилизирующим элементом, не позволившим экономике сильно сократиться в кризис (Рисунок 8) и обеспечившим высокую скорость послекризисного восстановления. Мы не уверены в том, что именно фискальное правило оказало столь сильное влияние на динамику чилийской экономики,³ но согласны с тем, что подобные практики многим развивающимся странам-экспортерам сырья следует взять на вооружение.

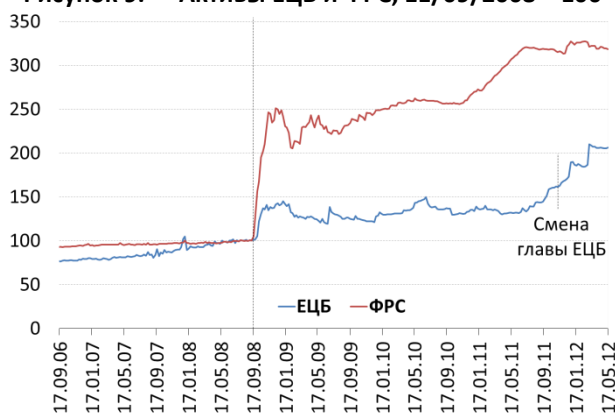
Четвертый источник возможного оптимизма в краткосрочном периоде – переход к более взвешенной экономической политике в Европе. Это, правда, в большей степени надежда, нежели результат анализа.

Четвертый источник возможного дополнительного позитивного импульса в мировой экономике в краткосрочном периоде, на наш взгляд, это изменение характера экономической политики в еврозоне и в Европе в целом. Если три приведенные выше «точки роста» являлись предметом довольно объективного экономического анализа, то в отношении европейской политики наши ожидания предстают скорее надеждой, не вполне обоснованной опытом последних нескольких лет. Того количества ошибок в области экономической политики, которое допустила Европа с 2008 г., «хватило» бы на несколько кризисов, но сейчас проблемы вызывает уже не это, а то с каким нежеланием эти ошибки исправляются. Особенно показательна ситуация вокруг навязывания Брюсселем «проблемным» странам Южной Европы фискальной консолидации в качестве ключевого элемента антикризисной политики. В последние недели, после смены президента во Франции, баланс сил в Еврокомиссии явно сместился в пользу противников фискальной консолидации. Мы расцениваем это как позитивное для Европы изменение. Грецию, конечно, уже не спасти, но перейти к более взвешенной политике в Италии и Испании еще не поздно.

³ Подробнее см. Еженедельный обзор мировой энергетики и экономики РЭА №9 от 25 мая 2012 г. в разделе «Аналитика» интернет-сайта «Российского Энергетического агентства»: <http://www.rosenergo.gov.ru/activity/analitics/>

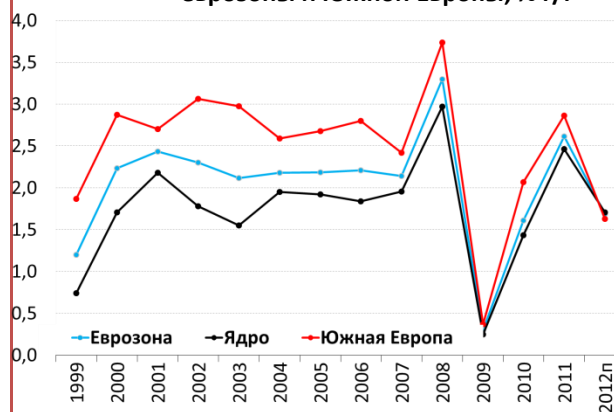


Рисунок 9. Активы ЕЦБ и ФРС, 11/09/2008 = 100



Источник: Datastream, расчеты РЭА

Рисунок 10. Инфляция в еврозоне, странах ядра еврозоны и Южной Европы, % г/г



Источник: Евростат, расчеты РЭА

ЕЦБ запоздало с количественным ослаблением, но сам факт отказа от прежней жесткой политики таргетирования инфляции вселяет некоторый оптимизм.

Рефинансирование банков не может решить проблем реального сектора, но оставляет надежду на смену вектора и в фискальной политике.

В пользу того, что Европа способна-таки перед лицом еще более тяжелой рецессии переходить к более адекватной реализам экономической политике свидетельствует де-факто переход ЕЦБ к количественному ослаблению. Накачивание ликвидности в европейские банки началось еще в последние месяцы председательства Ж.К. Трише в ЕЦБ. Проведенные же после прихода на пост председателя ЕЦБ М. Драги несколько раундов предоставления долгосрочной ликвидности европейским банкам окончательно убедили рынки, что ЕЦБ, пусть и временно (до формирования полновесного стабилизационного механизма – ESM), но готов отойти от инфляционного таргетирования как единственной цели монетарной политики. Прежняя верность ЕЦБ «идеалам» инфляционной стабильности привела к тому, что антикризисный монетарный стимул в еврозоне оказался очень сдержанным (Рисунок 9). К лету 2011 г., например, активы ФРС превышали уровень второй декады сентября 2008 г. более чем в 3 раза, активы ЕЦБ же – только на 30%. Это далеко не основной фактор того, что восстановление в Европе происходило медленнее, нежели в США, но он определенно оказал свое влияние. За прошедший год активы ЕЦБ выросли почти в полтора раза, на конец мая 2012 г. их объем превышал предкризисный уровень уже более чем в 2 раза.

Конечно, количественное ослабление со стороны ЕЦБ в условиях типичной «ловушки ликвидности» не способно оказать сильного влияния на динамику реального сектора, как не способно и сузить инфляционные дисбалансы между «ядром» и «периферией» Еврозоны (Рисунок 10).⁴ Но этот тот сигнал, который оставляет надежду, что и Брюссель вслед за Франкфуртом в будущем откажется от ошибочной политики.

⁴ Подробнее см. Еженедельный обзор мировой энергетики и экономики РЭА №3 от 13 апреля 2012 г. в разделе «Аналитика» интернет-сайта «Российского Энергетического агентства»: <http://www.rosenergo.gov.ru/activity/analitics/>

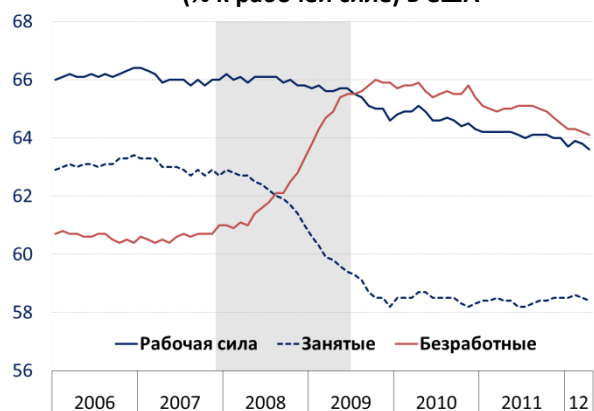


ДОЛГОСРОЧНЫЕ РИСКИ РАЗВИТИЯ

Мы выделяем четыре ключевых риска для стабильного роста мировой экономики в средне- и долгосрочной перспективе.

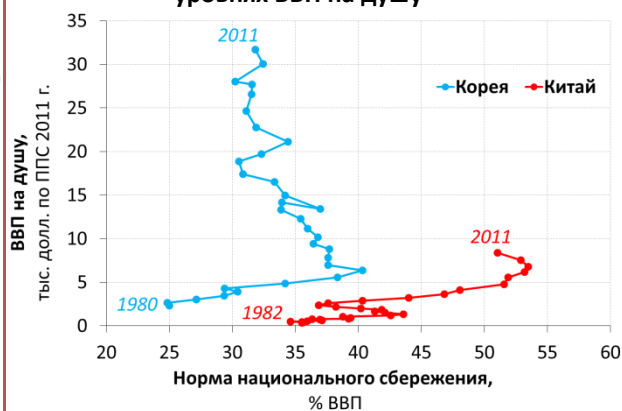
Не стоит забывать и о серьезных долгосрочных рисках, которые порой порождаются кризисными структурными изменениями в крупнейших мировых экономиках. Мы видим четыре долгосрочных риска, способных оказать сильное негативное влияние на динамику мировой экономики в средне- и долгосрочной перспективе: снижение рабочей силы в США, трудности снижения нормы национального сбережения в Китае, сохраняющиеся торговые дисбалансы внутри еврозоны и исторически высокие реальные цены на сырье на мировом рынке. Эти тенденции, хотя и не оказывают сильного влияния на текущие процессы, со временем будут приобретать все большее и большее значение для стабильности мировой экономики.

Рисунок 11. Рабочая сила и занятые (% к насел. в трудосп. возрасте), и безработные (% к рабочей силе) в США



Источник: BLS, расчеты РЭА

Рисунок 12. Нормы национального сбережения в Корее и Китае при сопоставимых уровнях ВВП на душу



Источник: МВФ

Снижение отношения рабочей силы к населению в трудоспособном возрасте в США — неизбежная демографическая тенденция, имеющая опасные экономические последствия.

Демографические тенденции в США, связанные с постепенным выходом на пенсию представителей когорты «бэби-бумеров», способны существенно снизить долгосрочные темпы прироста потенциального ВВП США. Рисунок 11 показывает, что рабочая сила по отношению к населению в трудоспособном возрасте начала снижаться в США еще в период рецессии. В первом квартале 2012 г. это соотношение опустилось ниже 64% — столь низкий уровень не наблюдался в США с начала 80-х годов прошлого века. И если сейчас, на фоне высокой безработицы, снижение рабочей силы при стабильной доле занятых в экономике оказывает понижающее давление на уровень безработицы, то после 2015 г., когда безработица приблизится (хочется верить) к не ускоряющему инфляцию уровню, снижение рабочей силы будет «напрямую» вычитать десятки доли из темпов прироста потенциального ВВП.



Ослабление миграционного законодательства в США позволит смягчить демографические проблемы, но не понятно, будет ли достигнут политический консенсус на этот счет.

Снижение чрезмерных национальных сбережений в Китае – неизбежный, но очень болезненный процесс, который пока лишь затягивается новыми стимулирующими промышленность мерами.

Пауза в сокращении дисбалансов внутри еврозоны не идет на пользу ни экономике монетарного союза, ни мировой экономике в целом.

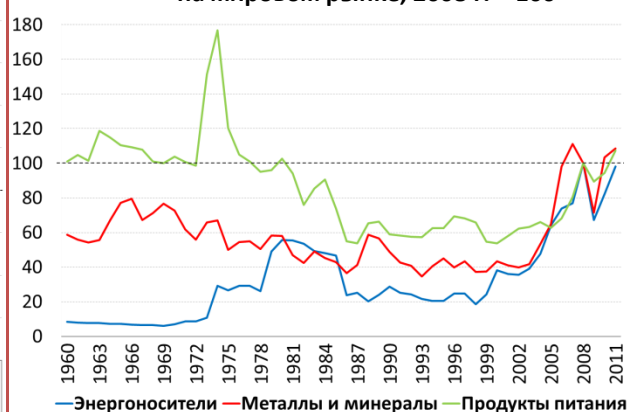
Последние прогнозы американских демографов показывают, что отношение рабочей силы к населению в трудоспособном возрасте в США к 2020 г. может снизиться еще на несколько процентных пунктов. У властей есть, по существу, единственный эффективный способ борьбы с этой тенденцией – миграционная политика. Наиболее прагматичные эксперты указывают, что ослабление норм миграционного законодательства на горизонте ближайших 8-10 лет в США выглядит неизбежным. Но не стоит забывать, что политические трудности в США не позволили в последние годы принять и гораздо более очевидные решения в области экономической политики.

Второй серьезный долгосрочный риск – объективная трудность корректировки дисбаланса между национальным сбережением и потреблением в Китае. Рисунок 12 показывает, что норма национального сбережения в Китае в последние годы начала снижаться – этот позитивный результат, опять же, вытекал из уже упоминавшейся выше аналогии с экономическим развитием Южной Кореи. Но как мы видим на том же рисунке, норма национального сбережения все еще остается в Китае аномально высокой. Этому феномену предлагается масса объяснений, от чисто конъюнктурных до экзотических демографических, но ни одно из них не позволяет сказать, к каким последствиям приведет перевод китайской экономики с «экспортных» на «потребительские» рельсы. Проблема усугубляется тем, что на фоне усиливающихся внешних шоков китайские власти прибегают к традиционному стимулированию промышленного, а не потребительского сектора. Это лишь удаляет страну от желаемого опережающего роста потребительского сектора, хотя подобная цель фиксируется в качестве одной из ключевых вторую пятилетку кряду. Власти пока боятся начинать активный процесс болезненной структурной корректировки китайской экономики.

Третий упомянутый вызов стабильности долгосрочного развития мировой экономики – не быстро сокращающиеся страновые дисбалансы внутри еврозоны. Рисунок 13 показывает, что дисбаланс текущих счетов между странами Южной Европы и Германией, начавшийся было сужаться в кризис, в последние годы вновь стабилизировался – по крайней мере, с немецкой стороны. Да и снижение уровня дефицита текущего счета в странах Южной Европы не должно вводить в заблуждение, ведь оно вызвано, скорее, снижением доли импорта в ВВП, нежели устойчивым ростом доли экспорта.

Рисунок 13. Сальдо текущего счета в Германии и странах Южной Европы, % к ВВП

Источник: Eurostat, расчеты РЭА

Рисунок 14. Реальные цены на сырьевые товары на мировом рынке, 2008 г. = 100

Источник: World Bank, расчеты РЭА

Италия и Испания серьезно пострадают в случае сохранения торговых дисбалансов на предкризисном уровне, это может привести к полному распаду еврозоны.

Чем опасно сохранение предкризисных дисбалансов между странами «ядра» и «периферии» еврозоны? Прежде всего, дальнейшим снижением конкурентоспособности стран «периферии» на фоне ускоренного роста уровней цен и издержек на труд в последних. Это особенно критично для Испании и Италии, доля высокотехнологичной продукции в структуре экспорта которых относительно высока, и поэтому они напрямую конкурируют с Германией и Францией на внешних рынках. Сохранение предкризисных дисбалансов – прямой путь к распаду еврозоны. Именно распаду, потому что после выхода Греции и возможного выхода Португалии из еврозоны основной удар дисбалансов конкурентоспособности придется по системообразующим, во многом, экономикам Италии и Испании.

Высокие реальные цены на сырье – один из ключевых рисков для быстрого роста ряда развивающихся стран с низким уровнем благосостояния населения.

Наконец, четвертый долгосрочный риск – высокие реальные цены на сырьевые товары – затрагивает группу развивающихся стран с низким уровнем подушевого ВВП, то есть группу стран, от которых мы и ждем экономического прорыва в долгосрочном периоде. Рисунок 14 указывает, что реальные цены на металлы и энергоносители на мировом рынке к началу 2012 г. вышли на послевоенные максимумы. Оснований для сильного снижения реальных цен пока не просматривается. Это значит, что период потенциального экономического прорыва развивающихся стран будет характеризоваться очень высокими ценами на сырье (которое многие подобные страны импортируют). Прежние успешные «прорывы» происходили, напротив, на фоне низких или падающих цен на сырьевые товары. Достигим ли устойчивый рост благосостояния в развивающихся странах на фоне высоких и волатильных цен на сырье – неизвестно, но он как минимум будет не столь быстрым, как в известных нам исторических примерах.

МЕКСИКА – ПРИМЕР ДЛЯ СЫРЬЕВЫХ ЭКСПОРТЕРОВ?

Чили и Мексика становятся образцом для подражания в области бюджетной политики.

Очевидные различия в скоростях восстановления экономик развивающихся стран после кризиса заставили экспертов обратить особое внимание на характер экономической политики в развивающихся «странах-лидерах». Среди стран-экспортеров сырья примерами для подражания уже были или будут в ближайшее время, судя по характеру дискуссий на профильных международных форумах, названы Чили и Мексика. Чилийский опыт применения правила фискальной политики для снижения влияния «импортированной» волатильности сырьевых рынков на стабильность макроэкономической динамики мы коротко упомянули выше. Рассмотрим более детально мексиканский опыт хеджирования нефтяных доходов на государственном уровне.

Зависимость от волатильных цен мирового рынка заставляет экспортеров задумываться о способах стабилизации доходов.

Доходы крупных производителей и экспортеров нефти – как на корпоративном, так и на государственном уровне – находятся в зависимости от волатильных цен на нефть. Для планирования крупных инвестиционных проектов в первом случае и бюджетных расходов во втором требуется аккуратное прогнозирование цен на нефть. Использование операций хеджирования на открытом рынке служит одним из способов стабилизации будущих доходов и «страховки» от ошибок прогнозирования. Этот способ приобретает все большую популярность в последнее время именно на государственном уровне, не в последнюю очередь благодаря позитивному, по мнению ряда международных организаций, опыту Мексики.

Хеджевая сделка обычно является беспоставочной и заключается на ликвидные марки нефти.

Как в принципе устроен процесс хеджирования нефтяных доходов для национального агента (в Мексике в роли уполномоченного агента выступает министерство финансов)? В большинстве случаев марки нефти, доходы от продажи которой хеджируются, не являются ликвидными активами на рынке. Поэтому сделка заключается беспоставочно (нефть физически не поставляется, производится финансовый расчет по разнице фактической цены и цены исполнения, указанной в контракте) на ликвидные марки нефти – WTI, Brent. Это возможно, поскольку в средне- и долгосрочном периоде – именно на этих горизонтах обычно заключаются сделки – цены различных марок нефти зачастую показывают схожую динамику.



Хеджирование с помощью фьючерсного контракта при прочих равных условиях фиксирует доход экспортера.

Есть три базовых стратегии хеджирования нефтяных доходов: фиксация дохода, фиксация нижнего порога дохода и минимизация расходов. Первая стратегия предполагает использование фьючерсных контрактов и состоит из двух этапов: заключение контракта на продажу нефти по фьючерсной цене и расчет по контракту на основании разницы между фактической и контрактной ценой. В случае превышения контрактной цены над фактической, контрагент выплачивает «экспортеру» (уполномоченному национальному агенту страны-экспортера) разницу цен, в противном случае – наоборот. Во втором случае расходы «экспортера» на выплату разницы цен покрываются более высокими доходами от реализации нефти по рыночной цене. Таким образом, доход фактически фиксируется на уровне цены нефти фьючерсного контракта.

Опционная стратегия хеджирования гарантирует экспортеру минимальный уровень дохода.

Вторая стратегия предполагает покупку пут-опциона, что страхует от снижения цены нефти. В случае падения цены держатель опциона («экспортер») имеет право на продажу закрепленного в договоре объема нефти по указанной цене. В случае роста цены реализация опциона не происходит, но доход «экспортера» в любом случае уменьшается на фиксированную сумму в размере премии за покупку опциона.

Хеджирование с помощью двух опционов позволяет ограничить колебания дохода экспортера как снизу, так и сверху.

Третья стратегия предполагает комбинацию из двух опционов: финансирование покупки одного опциона продажей противоположного. Так же, как и в предыдущей стратегии, «экспортер» покупает пут-опцион для фиксации нижнего порога цены, и продает колл-опцион с аналогичной величиной премии (аналогичной стоимостью опционного контракта) и более высокой ценой реализации (цена страйк), фиксируя верхний порог цены. Таким образом, «экспортер» жертвует потенциальным доходом от роста цены сверх цены страйк колл-опциона, но полностью компенсирует расходы на покупку пут-опциона. Если фактическая цена опускается ниже цены страйк пут-опциона, то «экспортер» получает разницу между этими ценами. В случае попадания фактической цены в промежуток между ценами страйк пут- и колл-опционов контракты не реализуются. Если фактическая цена оказывается выше цены страйк колл-опциона, то «экспортер» выплачивает контрагенту разницу цен. Данная стратегия является наиболее предпочтительной с точки зрения стабилизации доходов «экспортера», поскольку позволяет избежать как их резкого снижения, так и резкого повышения (что в отсутствие жесткого бюджетного правила также порой создает дополнительные макроэкономические риски).



Ниже схематично представлены доходы «экспортера» от продажи 200 млн. барр. нефти при использовании различных стратегий хеджирования (Таблица 2). Предполагается, что цена абстрактного фьючерсного контракта и цена страйк пут-опциона равны 70 долл./барр., премии пут- и колл-опционов равны 5 долл., цена страйк колл-опциона – 80 долл./барр.

Таблица 2. Доход «экспортера» при вариации цены на нефть

цена на нефть, долл./барр.	60	65	70	75	80	85	90
Без хеджирования	12	13	14	15	16	17	18
Фьючерсный контракт	14	14	14	14	14	14	14
Покупка пут-опциона	13	13	13	14	15	16	17
Покупка пут-, продажа колл-	14	14	14	15	16	16	16

Источник: расчеты РЭА

Стратегия хеджирования Мексики состоит в покупке пут-опционов на нефтяные фьючерсы.

Мексика на данный момент является единственным государством, в течение длительного периода времени хеджирующим нефтяные доходы. Нефтяные доходы страны в течение последних лет обеспечивают более 30% доходов госбюджета (Таблица 3). Это немногим меньше, чем в других крупных странах-экспортерах нефти (Россия – 47%, Венесуэла – 40%, страны персидского залива – более 70%). Министерство финансов Мексики следует второй из вышеописанных стратегий хеджирования, покупая пут-опционы на нефтяные фьючерсы, покрывающие до 60% нефтяного экспорта будущего года в стоимостном выражении.

Таблица 3. Общие и нефтяные доходы бюджета Мексики

	2007	2008	2009	2010	2011
Доходы бюджета, млрд. долл.	178	205	202	212	234
Нефтяные доходы:					
млрд. долл.	63	76	63	70	79
% к ВВП	7,8	8,7	7,3	7,4	7,7
% к доходам бюджета	35,4	36,9	31,0	32,9	33,7

Источник: министерство финансов Мексики, расчеты РЭА

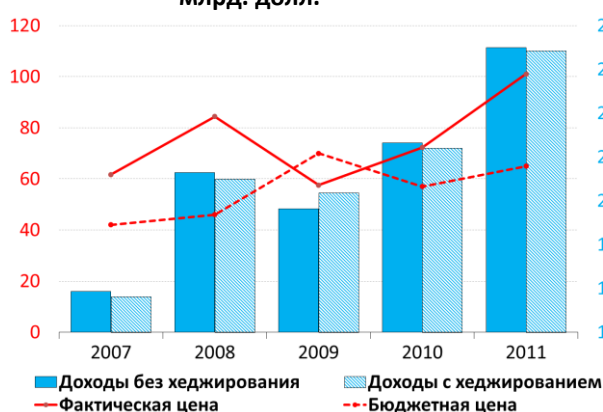
Влияние хеджирования на общие бюджетные доходы во время сильного падения цен на нефть оказалось не очень незначительным.

В 2009 г., когда цены на мексиканскую нефть на мировом рынке снизились до 58 долл./барр. (Рисунок 15), доход минфина от следования стратегии хеджирования, согласно оценкам экспертов, составил немногим более 5 млрд. долл. (около 2,5% доходов бюджета). С учетом затрат на покупку опционов (около 1,5 млрд. долл.) эффект сглаживания доходов бюджета от использования хеджирования оказался даже в 2009 г. не таким значительным. Оценка доходов бюджета без хеджирования показывает, что в 2009 г. они могли бы снизиться на 4%, фактическое же снижение составило 2%. Снижение доходов бюджета в 2009 г. в других странах-экспортерах нефти было большим (от 11% в Кувейте до 55% в Нигерии), но, в этих странах доля доходов от экспорта нефти выше, чем в Мексике.

Бюджетные доходы Мексики стабильнее, чем доходы других крупных стран-экспортеров нефти.

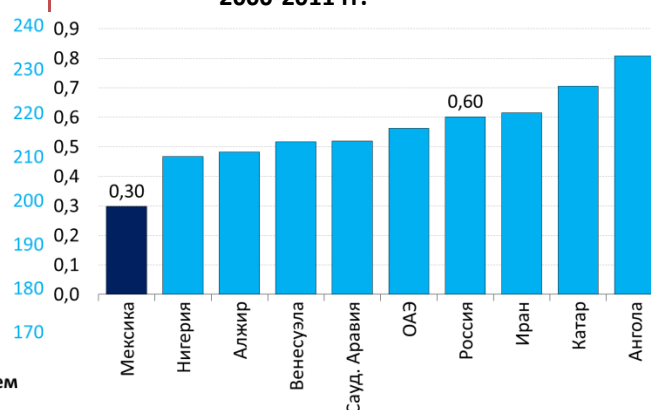
Сравнительная оценка волатильности бюджетных доходов в основных странах-экспортерах нефти в период 2000-2011 гг. (Рисунок 16) показывает, что в Мексике в это время доходы действительно были наиболее стабильными среди рассматриваемых стран. Многие аналитики, позитивно оценивающие опыт Мексики в области хеджирования нефтяных доходов, считают это прямым следствием использования данной стратегии стабилизации доходов, не всегда принимая во внимание прочие факторы волатильности бюджетных доходов в странах-экспортерах сырья.

Рисунок 15. Цены на нефть,⁵ долл./барр., и доходы бюджета Мексики, млрд. долл.



Источник: Datastream, минфин Мексики, расчеты РЭА

Рисунок 16. Коэффициент вариации бюджетных доходов стран-экспортеров нефти, 2000-2011 гг.



Источник: IMF, расчеты РЭА

Накопленного Мексикой опыта хеджирования национальных сырьевых доходов пока недостаточно для оценки применимости данной стратегии в других странах.

Мы считаем, что мексиканский опыт рано считать прорывом в области экономической политики, достойным «слепого» тиражирования в прочие развивающиеся страны-экспортеры сырья. Аккуратное сопоставление выгод и издержек рыночного хеджирования экспортных доходов требует более широкой базы для анализа, но с начала 2000-х годов мексиканский пример остается единственным. Специфика мексиканской экономики – сильная зависимость от экономической конъюнктуры в США – не позволяет смело обобщать выводы, полученные только на мексиканском примере. В то же время, ряд стран уже объявили о начале схожих с мексиканской программ рыночного хеджирования доходов от сырьевого экспорта (Катар, Эквадор). Через несколько лет, если общие параметры программ хеджирования не будут скрываться, мы получим основу для анализа влияния хеджирования сырьевых доходов на волатильность макропоказателей стран-экспортеров сырья. Это направление исследований представляется особенно важным для России как крупного мирового сырьевого экспортера.

⁵ Фактическая цена рассчитывается как среднегодовая цена реализации мексиканской смеси нефти.

Авторы доклада:

Григорьев Л.М., Зам. Генерального директора,
главный экономист,
grigoriev@rosenergo.gov.ru;

Иващенко А.С., начальник Отдела анализа
инвестиционно-финансовых
проблем,
ivashchenko@rosenergo.gov.ru;

Морозкина А.К., старший специалист Отдела
анализа инвестиционно-
финансовых проблем,
morozkina@rosenergo.gov.ru



Российское
Энергетическое
Агентство

ФГБУ «Российское Энергетическое Агентство»

Москва, 125009, Никитский пер., д.5, стр.6

Тел.: (495) 789-92-92

Факс: (495) 789-92-91