

ИНСТИТУТ ЭНЕРГЕТИКИ И ФИНАНСОВ

МОНИТОРИНГ МИРОВОГО КРИЗИСА



Выпуск #19
Ноябрь 2010

МОНИТОРИНГ МИРОВОГО КРИЗИСА

[Леонид Григорьев](#) в разделе [«Кризис и выборы»](#) показывает на примере совершенно разных стран - США и Латвии — как кризис меняет расстановку сил на выборах. Субъективно людям нужно найти причины своих трудностей — политики оказываются ответственными. На негативном внутреннем и внешнем фоне демократы понесли тяжелые потери на выборах 2-го ноября после блестящей победы в 2008 году. В Латвии правительственной партии, проводившей весьма жесткие меры по сжатию госрасходов, удалось удержаться с 33 голосами в Сейме (из 100). Но результаты «Центра согласия» весьма показательны.

Мировой кризис нанес серьезный удар по инвестиционной активности практически во всем мире. Но теперь мировая экономика постепенно приходит в себя. О тенденциях в сфере инвестиций читайте в разделе [Сергея Кондратьева «Капиталовложения: медленное восстановление»](#).

Стимулирующая монетарная политика, начатая в крупнейших развитых экономиках в разгар кризиса осенью 2008 года, по-прежнему остается в действии. Почти двухлетнее удержание ставок на минимальных исторических уровнях в США и Европе — беспрецедентный случай для современных монетарных систем. Тем не менее, регуляторы считают, что потенциал стимулирования роста посредством количественного ослабления еще не исчерпан. Подробнее о политике ФРС в разделе [«Количественное ослабление: все больше рисков»](#) пишет [Алексей Иващенко](#).

Последнее время оказалось весьма богатым на события в нефтяной сфере. Министерство энергетики представило проект генеральной схемы развития нефтяной отрасли на период до 2020 года. Ключевым вопросом и темой дискуссии является система налогообложения. Анализ этого вопроса посвящен раздел [Марселя Салихова «Реформа налогообложения нефтяной отрасли»](#).

Тем временем интересные события разворачиваются вокруг маршрутов доставки нефти в страны Центрально-Восточной Европы. Скорее всего, они в ближайшем будущем могут существенно измениться. Кажется, что все готовится к «войне всех против всех» и не скупятся при этом в выражениях. При этом есть шансы, что у «Дружбы» откроется второе дыхание. Подробнее об этом читайте в разделе [Сергея Агibalова «Druzhba must die»](#).

И в завершении — традиционный обзор сырьевых рынков [«Сырьевые рынки: новый всплеск»](#), подготовленный [Александром Курдиным](#). Среди прочего он отмечает, что с июля по октябрь 2010 г. индекс цен сырьевых товаров МВФ постоянно возрастал: в первые три месяца ежемесячный темп прироста составлял 1,5 — 3%, а в октябре он превысил 5%.

Содержание

Кризис и выборы	3
<i>Основные показатели мировой экономики</i>	5
<i>Мировая экономика</i>	
Капиталовложения: медленное восстановление	7
Количественное ослабление: все больше рисков	9
Druzhba must die	11
<i>Экономика России</i>	
Реформа налогообложения нефтяной отрасли	14
<i>Отраслевая экономика</i>	
Сырьевые рынки: новый всплеск	16

Кризис и выборы

Для двух категорий населения мира годы кризиса тянутся невыносимо долго, хотя их положение совершенно противоположно: безработные и политики. Первые являются прямыми жертвами кризиса, теряют дома и теряют надежды. Многие страты среднего класса также понесли большие материальные потери и вынуждены были приспособливаться к тяжелым временам. Политики в своем роде являются «вторичными» жертвами кризиса — многие уже пострадали на выборах или в общественном мнении. Очень трудно оставаться во власти в такое время и не потерять доверие действительно пострадавших избирателей.

Кризис не только наносит ущерб фирмам и семьям, но и резко сужает возможности политиков выглядеть заботливыми о своих избирателях. В своем большинстве граждане не могут рассматривать кризис как естественный побочный продукт рыночного хозяйства или накопленных ошибок экономической политики, или проявление неких таинственных сил, подтверждение или опровержение той или иной теории цикла. Огромные фискальные стимулы антикризисных программ стали сменяться бюджетной экономией — становится еще труднее сохранять поддержку избирателей. Субъективно людям нужно найти причины своих трудностей — политики оказываются ответственными. Все проблемы обостряются — в ЕС и СМИ не дают правительствам передышки.

В ходе кризиса избиратели легче меняют свои правящие партии, а действующие правительства несут потери на различных промежуточных выборах. В Греции и Венгрии в 2009 году сменили соответственно правых на левых и левых на правых. Только что последовали выборы в двух таких противоположных по размерам странах: США и Латвии. Объективно во время кризиса трудно быть успешным политиком в любой стране.

В США норма безработицы держится на уровне около 9,5-10% при рекордных величинах длительно (больше 27 недель) безработных — более 40%. Президент Б.Обама рискнул провести во время кризиса законодательство по здравоохранению в пользу беднейших слоев, которые часто даже не регистрируются на выборы. Расходы и дефицит бюджета, долг правительства резко подскочили, война в Афганистане идет не слишком успешно. И фон был тяжелый, и политика рискованной — демократы понесли тяжелые потери на выборах 2-го ноября после блестящей победы в 2008 году.

Латвийские выборы в Сейм в начале октября шли на фоне еще более мрачной экономической картины. С лета 2008 года безработица подскочила с 5 до 20%, а падение промышленного производства в 2009 году достигло 16%, ВВП — 18%. Это самый тяжелый кризис в мире. Программа МВФ для Латвии нацелена на прямое сокращение уровня номинальных зарплат в бюджетном секторе. Долг страны быстро растет. Массовые внутренние долги по жилищным закладным номинированы в основном в евро. Девальвировать лат никто не решится — это было бы еще одним тяжелым ударом

именно по тем избирателям, кто поддерживал социально-экономическую политику предыдущих лет.

Особенность Латвии состоит в том, что треть русскоязычных жителей страны остается «негражданами» и не голосует. «Мобилизация» латышей к выборам была явно проведена по национальной повестке. Так что правительственная партия, проводившая весьма жесткие меры по сжатию госрасходов, удержалась с 33 голосами в Сейме (из 100). За «Центр согласия» — концептуального критика правительственной политики — по оценкам экспертов, голосовали не только русские (и то не все), но и порядка 60-80 тысяч латышей. Число мест в Сейме у «ЦС» достигло 29 — много больше доли русскоязычных в электорате. Число латышей, голосовавших за «ЦС», примерно сравнялось с числом латышей, которые проголосовали за правых на другом конце политического спектра. «Центр согласия» преодолел бы 5%-й барьер в Сейм только с голосами латышей. Так что различия в подходах к социально-экономической политике, как и закономерности кризиса, сработали и здесь.

Леонид Григорьев, Президент ИЭФ

Основные показатели мировой экономики

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

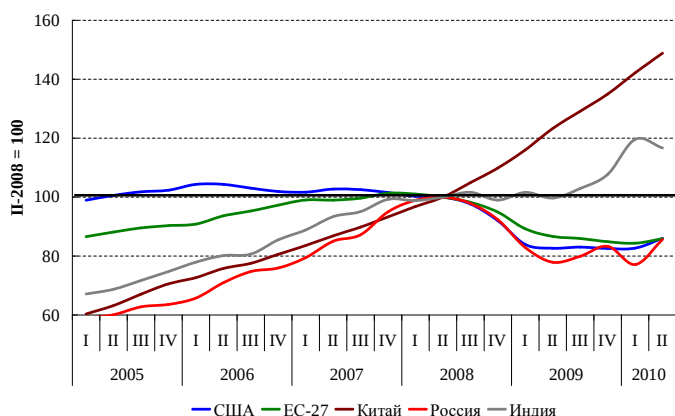
	2008	2009	2010		2010		
			II	III	июл	авг	сен
Динамика ВВП, % к предкризисному максимуму (II квартал 2008 г.)							
США	-1,0	-3,6	-1,2	-0,7	-0,4	-1,0	-
ЕС-27	-0,7	-4,8	-3,2	н.д.	-	-	-
Великобритания	-0,9	-5,8	-4,4	-3,7	-	-	-
Германия	-0,6	-5,3	-2,1	н.д.	-	-	-
Франция	-0,4	-2,9	-1,5	н.д.	-	-	-
Япония	-1,2	-6,4	-4,1	н.д.	-	-	-
Бразилия	-0,3	-0,5	6,8	н.д.	-	-	-
Россия	-0,6	-6,5	-4,5	н.д.	-	-	-
Индия	0,4	6,1	14,3	н.д.	-	-	-
Динамика промышленного производства, % к предкризисному максимуму (апрель 2008 г.)							
США	-2,1	-11,2	-6,7	-5,6	-5,6	-5,5	-5,7
ЕС-27	-4,1	-17,3	-12,1	н.д.	-11,5	-10,7	н.д.
Великобритания	-2,5	-12,3	-10,0	-9,7	-10,0	-9,7	-9,3
Германия	-3,3	-19,1	-10,9	-9,4	-10,1	-8,7	-9,4
Франция	-4,8	-16,5	-12,0	н.д.	-12,0	-12,0	н.д.
Япония	-3,6	-24,0	-11,0	-12,4	-11,6	-11,9	-13,6
Бразилия	-3,4	-10,3	-0,5	-2,0	-1,6	-2,1	-2,3
Россия	-3,2	-12,1	-3,7	-5,9	-6,2	-4,9	-6,6
Индия	-0,8	5,8	14,6	н.д.	23,1	14,5	н.д.
Китай	0,2	11,7	27,0	29,4	27,7	29,9	30,7
Индекс потребительских цен, % к предкризисному максимуму (апрель 2008 г.)							
США	0,2	-0,1	1,5	1,6	1,5	1,6	1,7
ЕС-27	0,3	1,3	3,5	3,5	3,3	3,5	3,7
Великобритания	0,8	3,0	6,3	6,6	6,2	6,8	6,8
Германия	0,6	0,8	1,9	2,2	2,2	2,3	2,1
Франция	0,1	0,2	2,1	2,0	1,8	2,1	2,1
Япония	0,8	-0,6	-1,2	-1,4	-1,7	-1,4	-1,1
Бразилия	1,3	6,3	11,4	11,7	11,5	11,5	12,1
Россия	2,0	13,8	20,6	22,3	21,5	22,2	23,2
Индия	2,6	13,8	24,6	29,2	29,0	29,0	29,7
Китай	-0,7	-1,4	0,9	1,6	0,9	1,7	2,1
Уровень безработицы, разница в п.п. от предкризисного минимума (апрель 2008 г.)							
США	0,8	4,3	4,7	4,6	4,5	4,6	4,6
ЕС-27	0,2	2,1	2,8	2,8	2,8	2,8	2,8
Великобритания	0,4	2,4	2,6	2,4	2,5	2,4	2,4
Германия	-0,1	0,1	-0,5	-0,6	-0,6	-0,6	-0,7
Франция	0,2	1,9	2,3	2,4	2,3	2,4	2,4
Япония	0,1	1,2	1,3	1,2	1,3	1,2	1,1
Бразилия	-0,1	0,1	-0,7	-1,4	-1,1	-1,3	-1,8
Россия	0,5	2,5	1,5	1,6	1,6	1,7	1,6
Китай	0,0	0,3	0,2	н.д.	-	-	-
Фондовые индексы, % к предкризисному максимуму (апрель 2008 г.)							
США (S&P 500)	-34,8	-19,5</					

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

	2008	2009	2010		2010		
			II	III	июл	авг	сен
Динамика ВВП, % к соответствующему периоду прошлого года							
США	0,0	-2,6	3,0	3,1	4,2	3,2	-
ЕС-27	0,4	-4,2	2,0	н.д.	-	-	-
Великобритания	-0,1	-5,0	1,7	2,7	-	-	-
Германия	0,7	-4,7	3,7	н.д.	-	-	-
Франция	0,1	-2,5	1,7	н.д.	-	-	-
Япония	-1,2	-5,2	1,9	н.д.	-	-	-
Бразилия	5,1	-0,2	8,8	н.д.	-	-	-
Россия	4,0	-6,0	4,4	н.д.	3,1	2,2	1,9
Индия	6,4	5,7	8,7	н.д.	-	-	-
Китай	9,0	8,7	10,3	9,6	-	-	-
Динамика промышленного производства, % к соответствующему периоду прошлого года							
США	-3,3	-9,3	7,3	6,5	7,5	6,4	5,4
ЕС-27	-1,8	-13,8	8,1	н.д.	7,0	7,7	н.д.
Великобритания	-3,1	-10,1	2,3	3,7	2,4	4,5	4,2
Германия	0,0	-16,4	12,8	10,4	11,5	11,6	8,2
Франция	-2,8	-12,3	7,4	н.д.	5,7	3,5	н.д.
Япония	-3,2	-21,2	20,3	12,7	15,4	13,4	9,3
Бразилия	2,7	-7,2	14,4	7,2	9,4	7,2	5,1
Россия	0,5	-9,2	10,9	6,4	6,6	6,9	5,7
Индия	4,4	6,7	10,8	н.д.	15,1	5,6	н.д.
Китай	12,6	11,4	15,7	13,7	13,6	14,1	13,3
Индекс потребительских цен, % к соответствующему периоду прошлого года							
США	3,8	-0,3	1,8	1,2	1,2	1,2	1,2
ЕС-27	3,7	1,0	2,0	2,1	2,1	2,0	2,2
Великобритания	3,6	2,2	3,4	3,1	3,1	3,1	3,0
Германия	2,8	0,2	1,0	1,2	1,2	1,0	1,3
Франция	3,2	0,1	1,8	1,8	1,9	1,6	1,8
Япония	1,4	-1,4	-0,9	-0,8	-0,9	-0,9	-0,6
Бразилия	5,7	4,9	5,1	4,6	4,6	4,5	4,7
Россия	14,1	11,6	5,9	6,2	5,5	6,1	7,0
Индия	8,4	10,9	13,6	10,3	11,3	9,9	9,8
Китай	5,9	-0,7	2,8	3,5	3,3	3,5	3,6
Уровень безработицы, % ЭАН							
США	5,8	9,3	9,7	9,6	9,5	9,6	9,6
ЕС-27	7,0	8,9	9,6	9,6	9,6	9,6	9,6
Великобритания	5,6	7,6	7,8	7,6	7,7	7,6	7,6
Германия	7,3	7,5	6,9	6,8	6,8	6,8	6,7
Франция	7,8	9,5	9,9	10,0	9,9	10,0	10,0
Япония	4,0	5,1	5,2	5,1	5,2	5,1	5,0
Бразилия	7,9	8,1	7,3	6,6	6,9	6,7	6,2
Россия	6,4	8,4	7,3	7,5	7,4	7,5	7,4
Китай	4,1	4,3	4,2	н.д.	-	-	-
Фондовые индексы, пункты							
США (S&P 500)	903	1 115	1 031	1 141	1 102	1 049	1 141
ЕС-27 (Eurostoxx 50)	2 451</						

I. Капиталовложения: медленное восстановление

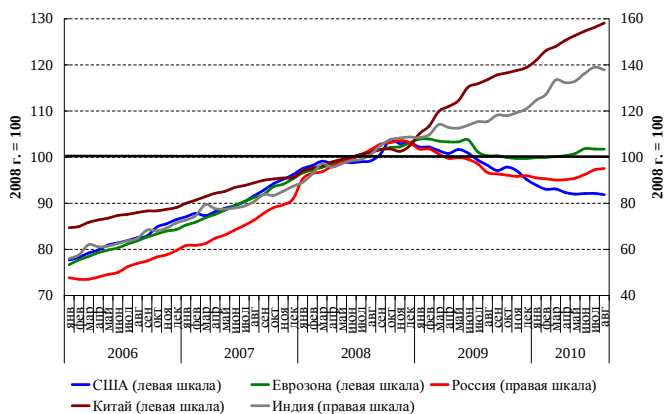
График 1. Динамика инвестиций в основной капитал, II-2008 = 100, 2005-2010



Источник: ОЭСР, Национальные статистические комитеты, оценки ИЗЭФ

«В 2009 г. наиболее существенно снизились капиталовложения в строительный сектор, обрабатывающую промышленность и сферу услуг»

График 2. Кредиты, выданные нефинансовому сектору, 2008 = 100, 2006-2010



Источник: национальные Банки, оценки ИЗЭФ

Новости

- В США после быстрого восстановления инвестиционной активности во II квартале 2010 г. (рост на 4,4% к/к) произошло резкое замедление темпов роста капиталовложений — по итогам III квартала рост составил всего 0,2% к/к.
- За первые 9 месяцев 2010 г. инвестиции в основной капитал в Китае выросли на 24% г/г.
- В России в III квартале 2010 г. наблюдалось ускорение темпов роста инвестиций — до 7,3% г/г против 1,3% г/г за I полугодие 2010 г.

Анализ

Мировой экономический кризис привел к резкому снижению инвестиционной активности в большинстве развитых и развивающихся стран. Капиталовложения в ведущих развитых экономиках (США, страны ЕС) сократились на 20% к предкризисным максимумам. Значительно снизились инвестиции в основной капитал в странах ЮВА, Африки, в меньшей степени кризис затронул страны-экспортеры сырья и ключевые развивающиеся экономики — КНР и Индию. В этих странах стимулирование инвестиций в модернизацию и переоснащение производства, развитие инфраструктуры было поддержано государством и стало одной из важнейших составляющих антикризисной программы. В результате, в 2009 г. инвестиции в КНР выросли на 22% г/г, в Индии — более чем на 7% г/г.

В отраслевом разрезе наиболее существенное снижение капиталовложений фиксировалось в строительном секторе, обрабатывающей промышленности и сфере услуг. Так, в США в 2009 г. инвестиции в жилую недвижимость снизились на 25% г/г, в коммерческую недвижимость — на треть от уровня 2008 г., более чем на 30% г/г снизились инвестиции в недвижимость в Великобритании. Значительное снижение инвестиций в жилую недвижимость наблюдалось также в странах ЮВА, Южной и Восточной Европы, где основным стимулом для роста жилищного строительства в последние годы был рост покупок со стороны нерезидентов. Уход иностранных инвесторов в кризис привел к обрушению местных рынков (снижение цен на первичном рынке достигало 50-60%), приостановке реализации ряда новых проектов. В то же время в Индии и Китае благодаря господдержке и наличию огромного спроса инвестиции в недвижимость стали одним из наиболее привлекательных для инвестиций секторов. В результате, за первые 10 месяцев 2010 г. вложения в этот сектор в КНР достигли 560 млрд

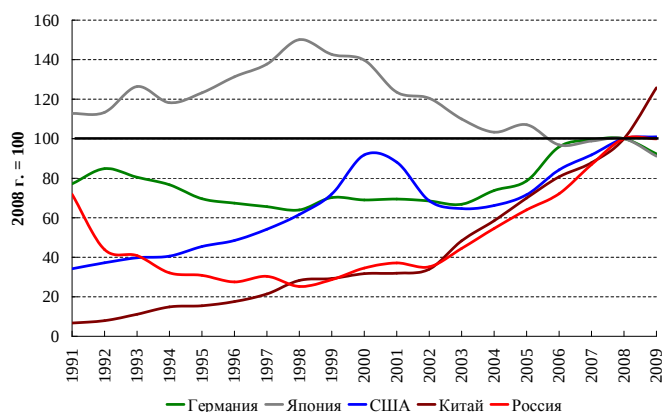
Таблица 1. Структура инвестиций в основной капитал, % к итогу, I полугодие 2010

	Китай	Велико-британия	Россия
Всего, млрд долл.	1 437	91	70
<i>в % к итогу</i>			
Сельское хозяйство, охота и рыболовство	1,7	2,7	3,5
Добывающая промышленность	3,7	4,4	20,4
Обрабатывающая промышленность	31,7	8,9	16,3
Пищевая промышленность	2,9	1,6	2,4
Химическая и нефтехимическая	5,0	1,6	1,7
Металлургия	4,4	0,5	3,4
Машиностроение	10,8	3,2	2,2
Прочие	8,6	2,0	6,6
Производство и распределение электроэнергии, газа и воды	5,9	7,2	11,6
Строительство	1,0	2,0	2,9
Торговля	2,2	12,3	2,2
Транспорт и связь	11,3	22,1	25,5
Операции с недвижимостью, аренда и предоставление услуг	26,0	12,7	8,9
Образование и здравоохранение	2,6	4,8	3,5
Прочее	13,8	22,9	5,2

Источник: Национальные статистические комитеты, оценки ИЭФ

«В обрабатывающей промышленности под ударом оказались металлургия, автомобилестроение, транспортное машиностроение...»

График 3. Инвестиции в инфраструктурные отрасли, 2008 = 100, 1991-2009



Источник: Национальные статистические комитеты
Прим.: суммарные инвестиции в транспорт, связь, электроэнергетику и коммунальное хозяйство

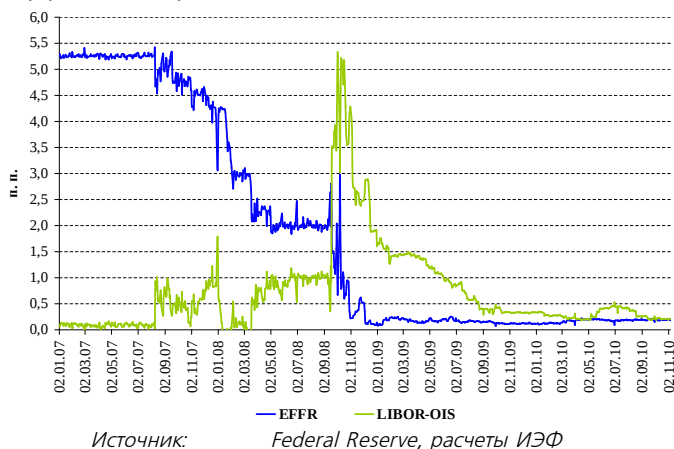
долл. (рост на 36% г/г), а ввод жилья составил рекордные 420 млн кв. м. Не в последнюю очередь это стало возможным благодаря программам стимулирования кредитования, запущенным в начале кризиса, когда ставки по ипотечным программам были снижены до 4%. И хотя в последние месяцы Правительство КНР предприняло ряд шагов по охлаждению рынка недвижимости (запрет на покупку третьей квартиры, ужесточение условий кредитования) бум на жилищном рынке будет продолжаться еще долго – ведь за январь-октябрь было начато строительство 1,3 трлн кв. м. (на 62% больше, чем годом ранее).

В обрабатывающей промышленности под ударом оказались металлургия, автомобилестроение, транспортное машиностроение и ряд других отраслей, испытывавших в ходе кризиса серьезное сокращение спроса на свою продукцию (на 20-40%). Сохраняющаяся неопределенность относительно будущего спроса на продукцию этих отраслей, дефицит финансовых ресурсов и необходимость снижения издержек принудили компании пересмотреть в сторону понижения производственные и инвестиционные планы. В то же время в Китае, благодаря мерам по стимулированию потребительского спроса, автомобилестроительные и сталелитейные компании смогли продолжить проводимую в докризисные годы политику агрессивного расширения производства, причем строительство новых мощностей продолжалось даже в случае явного перенасыщения рынка (черная металлургия).

В гораздо меньшей степени экономический кризис затронул инфраструктурный сектор. В большинстве стран увеличение инвестиций в инфраструктуру рассматривалось в качестве антикризисной меры. В развитых странах наибольшие объемы финансирования получили возобновляемая энергетика, дорожное хозяйство и телекоммуникационный сектор. В Китае и Индии программы вложений в инфраструктуру концентрировались на развитии автомобильных и железных (включая высокоскоростные магистрали) дорог, развитии электросетей и городской инфраструктуры (строительство метрополитена, расширение коммунальных сетей и т.д.). Относительно стабильными в кризисном 2009 г. остались вложения в инфраструктуру в России, однако это было достигнуто исключительно благодаря росту инвестиций в строительство экспортных трубопроводов и в электроэнергетику (реализация инвестпрограмм в тепловой и атомной генерации) при резком снижении инвестиций в другие сектора.

2. Количественное ослабление: все больше рисков

График 4. Ставка по федеральным фондам США (эффект.) и спред LIBOR-OIS, 2007 – 2010



Новости

- 2 ноября Резервный Банк Индии повысил ключевую ставку политики на 25 пунктов до 6,25%, с марта 2010 года ставка политики увеличилась на 150 пунктов.
- 3 ноября Совет управляющих ФРС одобрил программу выкупа долгосрочных казначейских облигаций объемом 600 млрд долларов, операция будет завершена к концу второго квартала 2011 года.

Анализ

Стимулирующая монетарная политика, начатая в крупнейших развитых экономиках в разгар кризиса осенью 2008 года, по-прежнему остается в действии. Почти двухлетнее удержание ставок на минимальных исторических уровнях в США и Европе (см. Графики 4 и 5) – беспрецедентный случай для современных монетарных систем. Тем не менее, регуляторы считают, что потенциал стимулирования роста посредством количественного ослабления еще не исчерпан. Критики политики указывают на увеличивающиеся риски будущего роста инфляции в развитых странах и возникновения серьезного дисбаланса финансовых потоков в мире.

В центре внимания экономистов всего мира – монетарная политика ФРС США. Американские монетарные власти продолжают наращивать денежную базу в надежде ускорить недостаточно быстрый выход экономики из кризиса. Необходимость продолжения политики количественного ослабления диктуется очень сильным сокращением банковского кредитования в кризисный период. Среднесрочный тренд коммерческого кредитования в США перестал снижаться только в июле 2010 года. К этому моменту накопленное с осени 2008 года сокращение коммерческого кредита составило 24% (во время тяжелого кризиса середины 70-х кредит упал «всего» на 18%).

Противники политики ФРС указывают, однако, что наибольшую потребность в кредитных ресурсах в настоящее время испытывают не крупные и средние, а мелкие промышленные заемщики и домохозяйства. Попытка помочь последним посредством очередного вброса ликвидности на финансовые рынки представляется критикам неэффективной.

Риски стимулирующей политики ФРС достаточно серьезны. В отношении непосредственно американской экономики основной риск – растущие инфляционные ожидания. Медленное

График 5. Ставка ЕЦБ и спред 3М EURIBOR-EONIA Swap (аналог LIBOR-OIS), 2007 – 2010

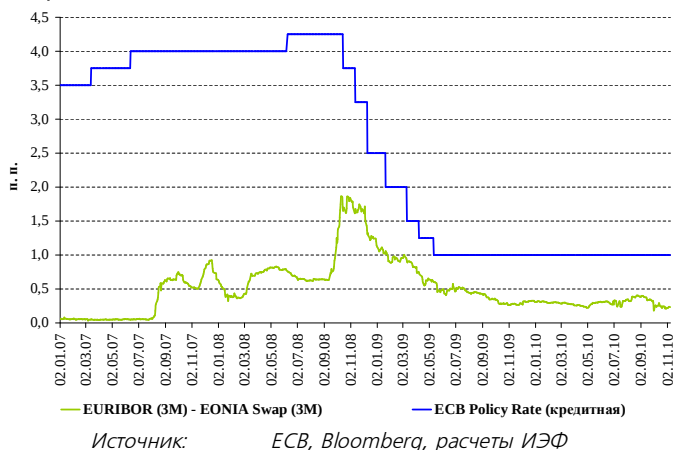


График 6. Базовая инфляция и инфляционные ожидания в США, 2004 – 2010

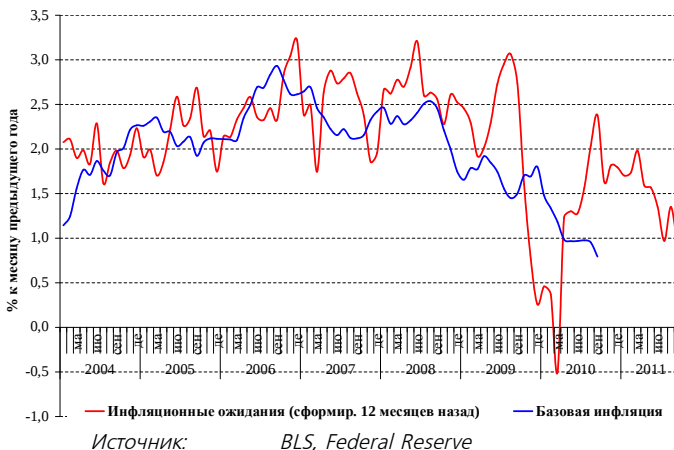
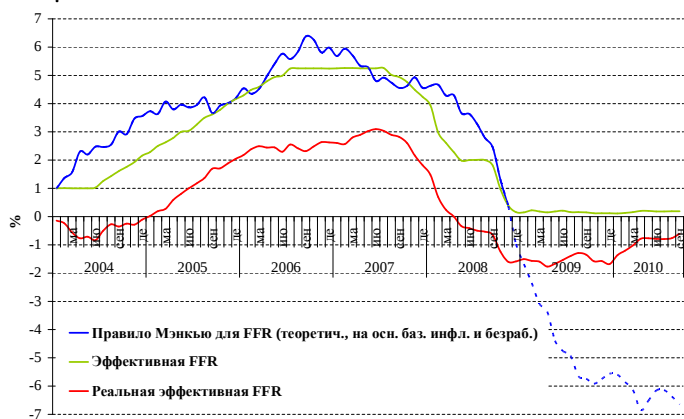


График 7. Номинальная, реальная и «теоретическая» FFR США, 2004 – 2010



Источник: BLS, Federal Reserve, расчеты ИЭФ

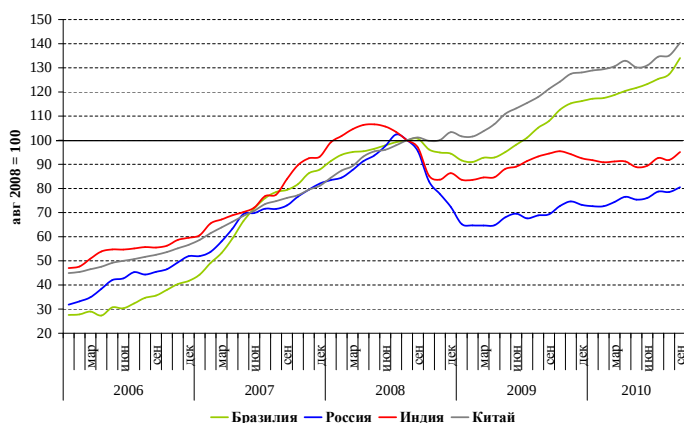
«Возможный всплеск инфляции с некоторой точки зрения даже выгоден США (обесценение долга, снижение реального курса), однако он может стать причиной серьезных социальных (и, соответственно, политических) последствий. Именно поэтому ноябрьское решение ФРС о дополнительном выкупе госбумаг на 600 млрд долларов было встречено экономистами скорее негативно...»

восстановление совокупного спроса долгое время вызывало опасения насчет возможной дефляции в США в начале 2010 года, однако снижения общего уровня цен не произошло. Инфляционные ожидания на предстоящий год стабилизировались на уровне 1 – 1,5% (см. График 6).

Политика количественного ослабления в подобных условиях является фактором отложенной инфляции. Возможный всплеск инфляции с некоторой точки зрения даже выгоден США (обесценение долга, снижение реального курса), однако он может стать причиной серьезных социальных (и, соответственно, политических) последствий. Именно поэтому ноябрьское решение ФРС о дополнительном выкупе госбумаг на 600 млрд. долларов было встречено экономистами скорее негативно (так, с начала 2010 года против стимулирующих мер ФРС голосует глава Федерального Резервного Банка Канзаса Томас Хениг). Также не стоит забывать, что треть денежной базы в США по-прежнему обеспечено ипотечными бумагами, выкупленными ФРС в 2008-2009 гг. Медленное восстановление рынков недвижимости и неустойчивая динамика реальных доходов домохозяйств могут привести к значительному обесценению этой части резервных активов.

Стимулирующая монетарная политика в США и в Европе приводит к существенному перераспределению межстрановых финансовых потоков. Дешевые ресурсы вместе с возвращающейся склонностью к риску заставляют инвесторов из развитых стран искать высокодоходные направления вложения средств. Ими зачастую выступают крупные развивающиеся экономики: Китай, Бразилия, в меньшей степени Индия. Россия представляется инвесторам менее привлекательным, нежели прочие страны БРИК, направлением инвестиций в посткризисный период.

График 8. Динамика валютных резервов стран БРИК, 2006 – 2010

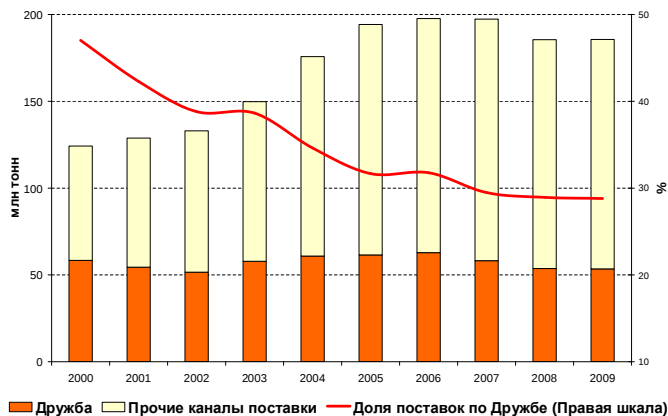


Источник: МВФ, Народный Банк Китая, расчеты ИЭФ

Для экспортоориентированных экономик Китая, Индии и Бразилии повышательное давление на курсы национальных валют вследствие положительных сальдо платежных балансов невыгодно и даже опасно. Притоки капитала из-за рубежа стерилизуются центральными банками, что приводит к дальнейшему накоплению валютных резервов (см. График 8). Банк Бразилии и Резервный Банк Индии к концу октября повысили ключевые ставки политики уже на 1,5 – 2% относительно начала года, что при относительно стабильной инфляции вызвало рост реальных ставок. Тем самым, во второй половине 2010 года мы снова наблюдаем картину межстрановых финансовых потоков, схожую с картиной 2004 – 2007 годов.

3. Druzhba must die

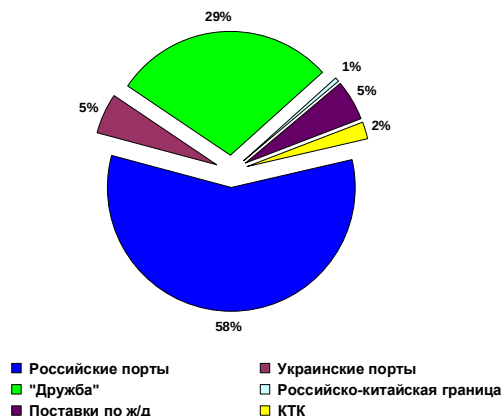
График 9. Поставки сырой нефти из России на экспорт, млн тонн



Источник: ФСГС, данные компаний

«Первой страной, решившей перекроить схему поставки нефти в регионе ЦВЕ, стала Украина, в 2002 г. построившая трубопровод Одесса-Броды (строительство началось еще 1996 г....)»

График 10. Направления поставок сырой нефти на экспорт, %, 2009



Источник: ФСГС, данные компаний

Новости

- Компания Транснефть 28 октября 2010 г. сварила последний стык на линейной части второй очереди Балтийской трубопроводной системы (БТС-2). Церемония сварки состоялась в районе порта Усть-Луга Ленинградской области, она транслировалась в Новокуйбышевск Самарской области (где шло совещание под председательством В. В. Путина).
- Оператор нефтепроводов Украины «Укртранснефть» 1 ноября заключил среднесрочный контракт на транзит венесуэльской нефти по системе Одесса-Броды на НПЗ в Мозыре (Белоруссия) в объеме до 8 млн т в год.

Анализ

Маршруты доставки нефти в страны Центрально-Восточной Европы могут в ближайшем будущем существенно измениться. Все основные игроки в этом процессе - Россия, Белоруссия и Украина — пытаются внести посильный вклад.

Основа снабжения региона ЦВЕ сырой нефтью — трубопроводная система «Дружба», берущая свое начало еще в 1960-е гг. В условиях военно-политического союза стран СЭВ эта система была оптимальным решением задачи снабжения нефтью этих стран. Оптимальным в таком же плане было и использование прибалтийских портов.

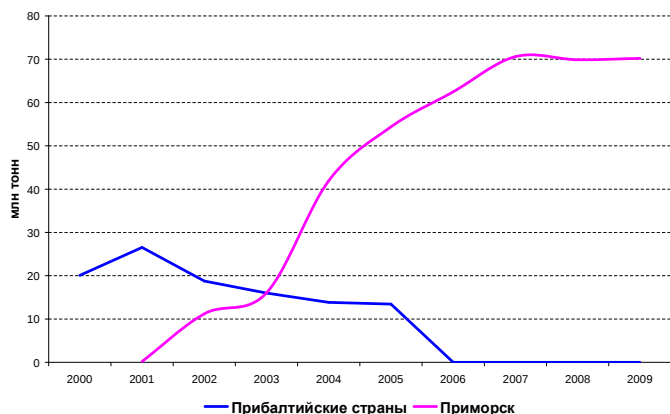
Распад Советского Союза и блока СЭВ привел к разделению единой системы на отдельные блоки, и каждая страна стала преследовать свои собственные интересы. В результате этого разделения страны Балтии получили важнейшие узлы, в которых, в условиях рыночной экономики, стала формироваться значительная прибыль — плата за перевалку нефти в портах.

Одновременно на почве политического противостояния и различных опасений в 2000-е гг. лексикон политиков и всевозможных экспертов дополнили такие выражения как «энергетическая безопасность», «энергетическая независимость», диверсификация, «энергетический шантаж, оружие» и пр. Основным адресатом всех этих выражений, по крайней мере, в странах Европы и ЦВЕ, стала Россия. Россия, в свою очередь, адресовала их так называемым транзитным странам (опять же — новое понятие эпохи).

Первой страной, решившей перекроить схему поставки нефти в регионе ЦВЕ, стала Украина, в 2002 г. построившая трубопровод Одесса-Броды (строительство началось еще в 1996 г.). Согласно первоначальному замыслу авторов, по нему каспийская нефть должна была пойти в Польшу. Но важный участок, выводящий эту трубу к Балтийскому морю, так до сих пор и не построен,

«Первый удар собственно по «Дружбе» нанесла Россия ... в начале 1999 года «Транснефть» приступила к разработке проектно-сметной документации. В конце 2001 г. была открыта первая очередь БТС мощностью 12 млн тонн»

График 11. Поставки нефти в Прибалтику и Приморск



Источник: ФСГС, данные компаний

«...завершение сварочных работ было перенесено на 28 октября, что совершенно случайно совпало с датой совещания премьером в Новокуйбышевске»

поэтому спустя несколько лет трубопровод Одесса-Броды был запущен в реверсном режиме, и по нему пошла российская нефть.

Первый удар собственно по «Дружбе» нанесла Россия. Считается, что судьбоносным для балтийской перевалки, стал 1998 г., когда во время кризиса цена Urals снизилась до 8 долл. за баррель, а операторы перевалки не пошли на уступки российским компаниям. Но данный факт скорее лишь подтолкнул к более скорой реализации проекта, поскольку само решение о строительстве Балтийской трубопроводной системы (БТС) было принято Правительством РФ еще в октябре 1997 г., в том же году «Транснефть» подготовила «Обоснование инвестиций в БТС», а в начале 1999 г. приступила к разработке проектно-сметной документации. В конце 2001 г. была открыта первая очередь БТС мощностью 12 млн тонн, а в конце 2006 г. проект вышел полную мощность в 74 млн тонн.

И хотя физические объемы экспорта сырой нефти из России неуклонно росли, с увеличением пропускной способности БТС балтийские порты постепенно теряли нефть, а затем, после продажи Мажейкяйского НПЗ Польше и последовавшей аварии на российском участке «Дружбы», ведущем в Прибалтику, они и вовсе прекратились.

В 2007 г. конфликт между Россией и Белоруссией привел к перебою в поставках нефти и незаконному отбору Белоруссией свыше 79 тыс. тонн нефти, предназначавшейся европейским потребителям. Одновременно возник и проект БТС-2, который уже в августе 2007 г. получил одобрение Главгосэкспертизы. Спустя более чем год, в конце ноября 2008 г., распоряжение о проектировании и строительстве БТС-2 было подписано Председателем Правительства РФ.

Согласно проекту строительства, на первом этапе предполагалось возведение нефтепровода пропускной способностью 30 млн тонн нефти в год к 3 кварталу 2012 г. Но уже в 2009 г. было заявлено, что работы ведутся с существенным опережением графика и будут закончены в конце 2011 г. Но говорить, что «Транснефть» спешила, не приходится. Темп сварочно-монтажных работ на строительстве, по данным компании, составлял 2,4 км в сутки, но по факту — от первого сварочного шва до последнего — менее 2 км/сутки (к примеру, ВСТО со всеми срывами строили быстрее — 2,5 км/сутки). В итоге планировалось завершить сварку линейной части трубопровода еще 22 октября. Но потом, как сообщила компания, по причине погодных условий, завершение сварочных работ было перенесено на 28 октября, что совершенно случайно совпало с датой совещания премьером в Новокуйбышевске.

Между тем, с 2010 г. стали действовать новые

«БТС-2, среди прочих, перейдут объемы, ныне транспортируемые по «Дружбе» в направлении польского Гданьска»

График 12. Схема магистрального нефтепровода «Дружба» и Балтийской трубопроводной системы



Источник: ЕС

«PKN Orlen вероятно ... придется расстаться с этим активом, рентабельная работа которого возможна только при поставках нефти по Дружбе, что в свою очередь возможно только при российском собственнике.»

условия поставок российской нефти в Белоруссию. Вся нефть, поставляемая в Белоруссию свыше объема, необходимого для внутреннего потребления, стала облагаться 100%-й экспортной пошлиной. Фактически это привело к существенному удорожанию нефти для Белоруссии и потере стимулов для российских компаний к поставкам нефти в Белоруссию.

Оригинальный ответ А. Лукашенко не заставил себя долго ждать — 16 марта во время визита Президента Белоруссии в Венесуэлу было объявлено о том, что Венесуэла с мая 2010 г. начнет поставки нефти в Белоруссию. Последней это обеспечит сырье и эффективную загрузку мощностей, а Венесуэле — диверсификацию поставок и выход на европейский рынок.

Этот проект оживил и Украину, и Литву — первая ожидала загрузки нефтепровода Одесса-Броды, последняя — своих портов и бездействующих мощностей «Дружбы».

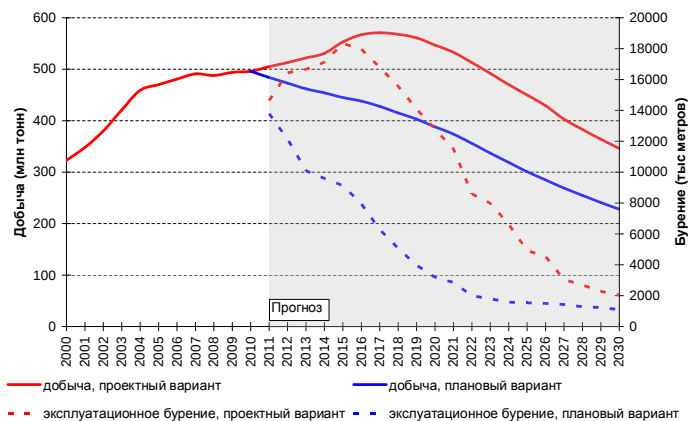
Теперь, кажется, что все готовятся к «войне всех против всех» и не скупятся при этом в выражениях. Вице-президент «Транснефти» М. Арустамов уже сравнил БТС-2 с атомной бомбой — «средством сдерживания, гарантией от политического шантажа», одновременно заявив, что на БТС-2, среди прочих, перейдут объемы, ныне транспортируемые по «Дружбе» в направлении польского Гданьска. Тем временем Украина и Белоруссия 1 ноября договариваются о поставках нефти по трубопроводу Одесса-Броды в сторону Белоруссии.

Одновременно с этим идет перетягивание каната между Россией и Белоруссией по вопросу о пошлинах. Согласно последним веяниям, Россия готова отказаться от пошлин на сырую нефть в обмен на перечисление Белоруссией пошлин от экспорта нефтепродуктов на внешние рынки. При этом к белорусской нефтепереработке сохраняют интерес российские нефтяные компании.

Одновременно стоит вспомнить и о литовском НПЗ в Мажейкяйе. Изначально политическая сделка по приобретению НПЗ польским PKN Orlen привела последнего к значительным убыткам, возмещения которых он ждет от правительства Литвы. Вероятно, что компании придется расстаться с этим активом, рентабельная работа которого возможна только при поставках нефти по Дружбе, что в свою очередь возможно только при российском собственнике. Мажейкяй — фактически экспортный НПЗ в границах ЕС - мечта многих российских компаний. Так что итоговая конфигурация может существенно измениться, и тогда у «Дружбы» откроется второе дыхание.

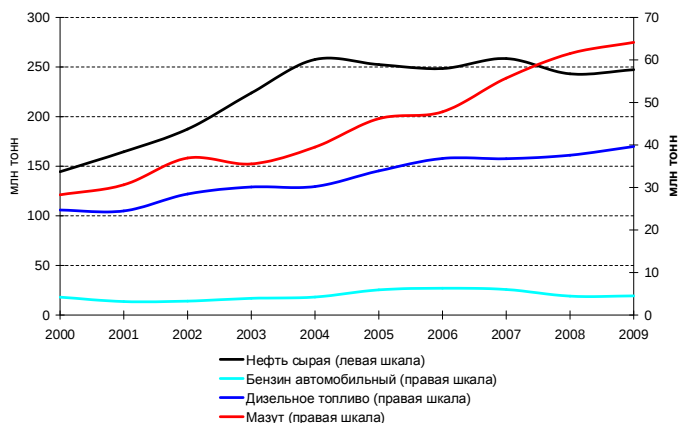
4. Реформа налогообложения нефтяной отрасли

График 13. Динамика добычи и эксплуатационного бурения основных компаний по сценариям, 2000-2030 гг.



Источник: Министерство энергетики

График 14. Экспорт нефти и некоторых нефтепродуктов, 2000-2009



Источник: ФСГС

«Средняя экспортная цена российской нефти за первые 9 месяцев 2010 года составила примерно 76 долл. за баррель. Фактическое изъятие «нефтяных» налогов (НДПИ и экспортная пошлина) составило 48 долларов за каждый баррель».

Новости

- 28 октября премьер-министр В.В.Путин провел в г. Новокуйбышевске совещание по вопросу «О проекте генеральной схемы развития нефтяной отрасли на период до 2020 года». Основной темой для обсуждения стала реформа налогообложения нефтяной отрасли.

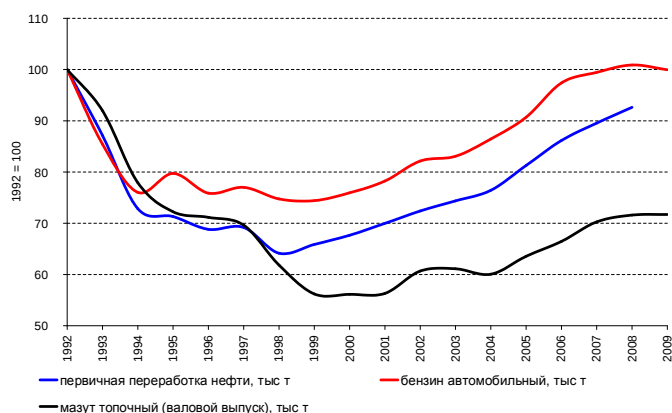
Анализ

На совещании был представлен разработанный Министерством энергетики проект генеральной схемы развития нефтяной отрасли на период до 2020 года. Ключевым вопросом и темой дискуссии остается система налогообложения.

Нынешняя система специального налогообложения нефтяного сектора была создана в начале 2000-х. Ее основная особенность — простота, которая позволяет минимизировать возможности по оптимизации налогообложения. Основной принцип — валовое налогообложение в зависимости от изменения мировых цен. Налог на добычу полезных ископаемых (НДПИ) был введен с 2002 года, его ставка фактически привязана к мировой цене на нефть. Величина НДПИ может меняться в зависимости от типа месторождения, в настоящее время его эффективная ставка составляет около 10-12 долл. за каждый добытый баррель нефти. Есть также вывозные экспортные пошлины, которые взимаются при вывозе нефти за рубеж. Их величина также привязана к мировым ценам и дифференцирована для сырой нефти (100%), светлых нефтепродуктов (около 72%) и темных нефтепродуктов (около 38%). НДПИ и экспортные пошлины на нефть и газ формируют нефтегазовые доходы бюджета, в этом году они должны обеспечить около 45% всех доходов федерального бюджета.

Единый принцип налогообложения в зависимости от валового дохода, забирающий у компаний большую часть полученных доходов, не мотивирует нефтяные компании заниматься новыми проектами. К примеру, средняя экспортная цена российской нефти за первые 9 месяцев 2010 года составила примерно 76 долл. за баррель. Фактическое изъятие «нефтяных» налогов (НДПИ и экспортная пошлина) составило 48 долларов за каждый баррель. Таким образом, даже без учета других налогов и сборов, чистый доход нефтяной отрасли составлял в 2010 году около 28 долл. на баррель. Этого вполне хватает для поддержания текущей добычи на существующих месторождениях — к примеру, операционные затраты Роснефти, включающие расходы на добычу, транспорт, а также административные расходы во втором квартале составили около 14 долларов за баррель. Но с инвестиционными

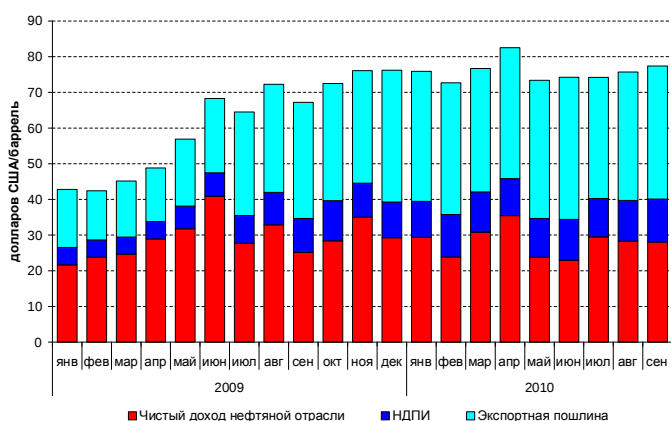
График 15. Производство нефти и некоторых нефтепродуктов, 1992-2009



Источник: ФСГС

«Дифференциация пошлин была введена в 2004 году для стимулирования вложений в нефтепереработку. Однако основным ее эффектом стало массовое строительство мини-НПЗ с минимальным уровнем переработки»

График 16. Структура выручки нефтяной отрасли в расчете на баррель нефти, 2009-2010



Источник: ИЗЭФ, ФСГС, Министерство финансов, расчеты

расходами, предполагающими большие вложения в течение нескольких лет без получения какого-либо денежного потока, все сложнее. Другим минусом системы является нерентабельность добычи на выработанных месторождениях или инвестиции в новые технологии — там, где себестоимость добычи оказывается выше чистого дохода (за вычетом специальных налогов).

В условиях плоской добычи в последние годы, государство постепенно дифференцировало налоговый режим. В 2007 году были предоставлены льготы по НДС для проектов в Красноярском крае, Иркутской области, Якутии. В 2009 году была повышена ставка отсечения НДС с 9 до 15 долл. на баррель, а также введены дополнительные льготы для месторождений с трудноизвлекаемыми запасами. Однако общий принцип налогообложения нефтяной отрасли не изменился. Сам налоговый режим остается неопределенным, трудно прогнозируемым и сильно зависит от лоббистских возможностей отдельных компаний.

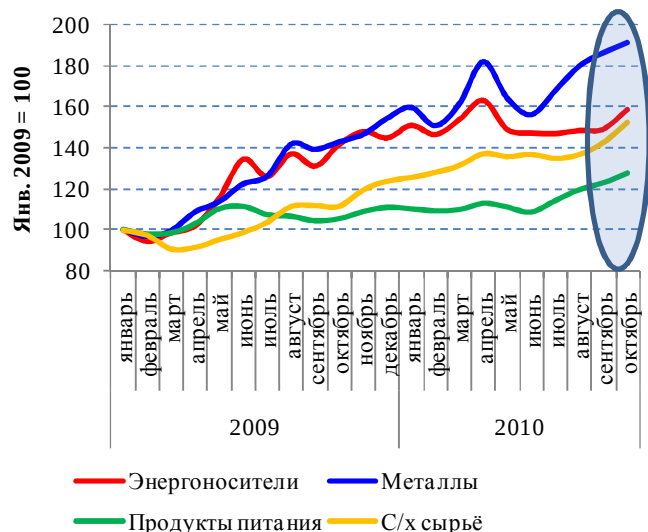
Реформа налогообложения нефтяной отрасли, по замыслу Минэнерго, должна двигаться в двух направлениях:

1. Предоставление льгот по новым инвестиционным проектам и переход для них от валового принципа к некоторому аналогу налога на прибыль.
2. Унификация экспортных пошлин на нефть и нефтепродукты.

Необходимость первого направления одобряется всеми сторонами, что и подтвердило совещание в Новокуйбышевске. Однако конкретные формы его реализации, по которой можно было бы оценить его возможное влияние, пока неизвестны. Проект Генсхемы не содержит конкретных предложений на этот счет. Для оценки экономического эффекта и влияния на добычу используется довольно простое допущение: для новых месторождений очищенная от НДС и экспортной пошлины цена нефти составляет 40% мировой цены (а не 33%, как сейчас). Второе направление — унификация экспортных пошлин — порождает большее количество вопросов. Дифференциация пошлин была введена в 2004 году для стимулирования вложений в нефтепереработку. Однако основным ее эффектом стало массовое строительство мини-НПЗ с минимальным уровнем переработки. Мотив — налоговый арбитраж из-за возможности экспорта темных нефтепродуктов по минимальной ставке. Однако резкое повышение пошлин на нефтепродукты ударит по проектам тех компаний, которые действительно начали глубокую модернизацию своих НПЗ, поверив в государственные обещания.

5. Сырьевые рынки: новый всплеск

График 17. Динамика цен на основные группы сырьевых товаров по классификации МВФ, 2009 - 2010



Источник: МВФ

«Важным фактором настроений трейдеров, играющих на рынках сырья (в первую очередь нефти) на повышение, является обесценение доллара...»

График 18. Объемы торгов и позиции инвестфондов на рынке фьючерсов и опционов на нефть Light Sweet, NYMEX, январь — октябрь 2010



Источник: CFTC

Новости

• Как и ожидалось, 14 октября ОПЕК приняла решение вновь оставить квоты неизменными. Решение было основано на осторожной оценке перспектив восстановления мировой экономики. В начале ноября министр нефти Саудовской Аравии А. Аль-Наими отметил, что диапазон цен на нефть от 70 до 90 долл./барр. является удовлетворительным для потребителей.

• 2 ноября генеральный директор итальянской энергетической компании Edison У. Квадрино сообщил, что в Стокгольмский арбитраж подан иск к продавцу газа Promgas (дочернему предприятию «Газпрома» и итальянской Eni) с требованием снизить цены газа по долгосрочным контрактам до уровня соответствующих биржевых цен.

Анализ

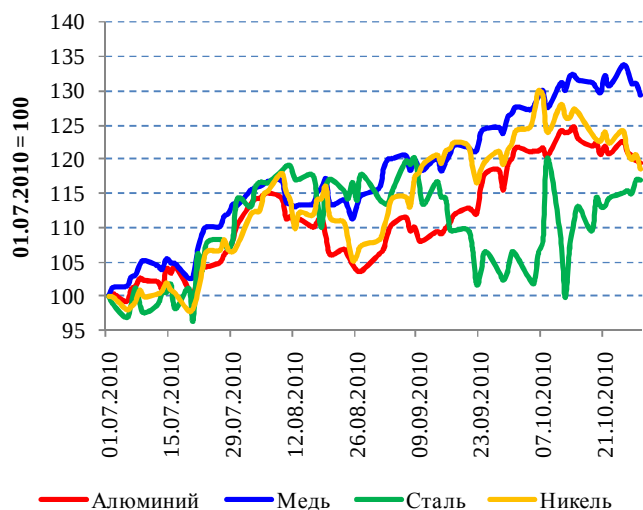
С июля по октябрь 2010 г. индекс цен сырьевых товаров МВФ постоянно возрастал: в первые три месяца ежемесячный темп прироста составлял 1,5 – 3%, а в октябре он превысил 5%. При этом в последнем месяце существенно подорожали все основные группы сырьевых товаров.

Яркий пример повышения цен можно наблюдать на рынке нефти. В сентябре-октябре 2010 г. резко возросли т. н. чистые длинные позиции инвестфондов («managed money», по классификации американского регулятора CFTC), приблизившись к рекордной отметке в 200 тыс. контрактов. Иными словами, существенно увеличились чистые покупки (за вычетом продаж) нефтяных деривативов в спекулятивных целях. Подобная ситуация приблизительно в тех же масштабах уже наблюдалась в апреле текущего года. В тот период в течение месяца цены на нефть марок Brent и WTI не опускались ниже 80 долл./барр. В октябре данный рубеж также фактически стал нижним пределом колебаний цен на нефть.

Важным фактором настроений трейдеров, играющих на рынках сырья (в первую очередь нефти) на повышение, является обесценение доллара: с середины сентября до начала ноября его курс относительно евро снизился на 10%, достигнув 1,4 долл./евро. Ослабление доллара, в свою очередь, можно связать с ожидаемым существенным вливанием денег в американскую экономику со стороны ФРС.

При этом в сентябре 2010 г. коммерческие запасы нефти и нефтепродуктов в США и странах ОЭСР в целом составляли около 61 дня потребления, что

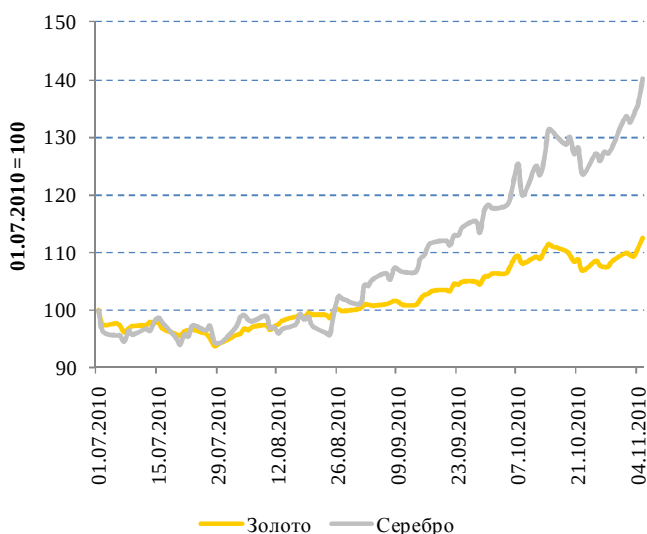
График 19. Динамика цен на отдельные металлы, Лондонская биржа, июль – октябрь 2010, 1 июля 2010 = 100



Источник: LME

«Ранее «Газпрому» удавалось удовлетворять претензии газовых компаний относительно завышенных цен в частном порядке, но возникновение судебного прецедента может модифицировать механизмы контрактации».

График 20. Динамика цен на отдельные драгоценные металлы, London fix, июль – ноябрь 2010, 1 июля 2010 = 100



Источник:

Kitco

было близко к рекордным отметкам середины 2009 г. и превышало — особенно для США — уровень весны 2010 г. Впрочем, американские запасы, достигнув исторического максимума в абсолютном выражении к середине сентября, в октябре стали сокращаться. К концу месяца они снизились до 58 дней, что позволяет говорить о некотором сокращении понижательного давления на нефтяные цены со стороны чрезмерно высоких запасов. Эта же тенденция была отмечена и в пресс-релизе ОПЕК в середине октября. Таким образом, рост нефтяных цен за последний месяц не входит в противоречие и с фундаментальными основами рынка.

Цены на российский газ на границе с Германией за последние 4 месяца возросли чуть более чем на 5%, преодолев уровень 300 долл./тыс. куб. м. Существенные корректировки в дальнейшем развитие конъюнктуры на газовом рынке может внести судебное разбирательство между Edison, вторым по масштабу производителем электроэнергии в Италии, и Promgas — СП «Газпрома» и Eni по торговле газом. Ранее «Газпрому» удавалось удовлетворять претензии газовых компаний относительно завышенных цен в частном порядке, но возникновение судебного прецедента может модифицировать механизмы контрактации.

На рынке металлов во втором полугодии 2010 г. также ощущается влияние спекулятивных факторов. С начала июля цены на основные металлы возросли на 15-30%. Вместе с тем запасы Лондонской биржи, по состоянию которых можно оценивать фундаментальное состояние рынка, демонстрировали различную динамику. Запасы меди на Лондонской бирже к концу октября сократились существенно: почти на 20% по сравнению с началом июля. Это нашло свое отражение в сравнительной динамике цен: медь дорожала быстрее других металлов. При этом запасы алюминия сократились лишь на 2,5%, а никеля — возросли более чем на 4%, хотя цены этих металлов также существенно повысились. Настроения инвесторов в этом случае не вполне соответствуют фундаментальным тенденциям.

Осенью на рынке металлов наметилась стабилизация цен по сравнению с летним периодом. В этот период как раз начался рост запасов никеля, а сокращение запасов меди замедлилось.

В сентябре-октябре возобновился положительный тренд на рынке драгоценных металлов — золота и серебра, что вполне соответствует фактическому и ожидаемому обесценению доллара.

Институт энергетики и финансов

101000, Москва
Архангельский переулок, д. 6, стр. 1
www.fief.ru
+7 495 787 74 51

Президент
Леонид Григорьев

Руководитель экономического департамента
Марсель Салихов
m_salihov@fief.ru

Завсектором экономического департамента
Сергей Кондратьев
s_kondratiev@fief.ru

Старший эксперт
Сергей Агибалов
s_agibalov@fief.ru

Эксперт
Алексей Иващенко
a_ivaschenko@fief.ru

Эксперт
Александр Курдин
a_kurdin@fief.ru

Institute for Energy and Finance

Arkhangelsky pereulok., 6
Moscow, 101000, Russia
www.fief.ru
+7 495 787 74 51

President
Leonid Grigoriev

Head of economic department
Marcel Salikhov
m_salihov@fief.ru

Head of sector, economic department
Sergey Kondratiev
s_kondratiev@fief.ru

Senior expert
Sergey Agibalov
s_agibalov@fief.ru

Expert
Alexei Ivashchenko
a_ivaschenko@fief.ru

Expert
Alexander Kurdin
a_kurdin@fief.ru