

МОНИТОРИНГ МИРОВОГО КРИЗИСА

Мир снова движется в двух режимах: в странах ОЭСР идет осторожное восстановление после кризиса с перспективой колебаний вокруг умеренной траектории роста (возможно с темпом в 2% в год?). Скорость восстановления уровня ВВП и особенно капиталовложений остается умеренной — но энергетическая эффективность растет. И рядом — тренд в 5-7% в развивающемся мире. Леонид Григорьев в разделе [«Назад к «декаплингу», или два режима роста мира после кризиса»](#) полагает, что впору снова вспомнить понятие декаплинга. Угроза нового финансового шока после допинга Греции в мае несколько отодвинулась. Но Россия остается в обозримом будущем в ситуации хрупких внешних условий и необходимости сосредоточиться на качестве роста уже на ранней стадии подъема, пока приток портфельного капитала вновь не сыграет дурную шутку с высокими спекулятивными прибылями.

Июнь оказался очередным «горячим» месяцем в российско-белорусских отношениях. Время для эскалации конфликта было выбрано весьма удачно — летом сокращение поставок газа оказывает существенно меньший эффект на деятельность компаний и коммунальное хозяйство — уж точно никто не замерзнет. Анализу конфликта посвящен раздел [«Россия-Белоруссия: новый виток дружбы»](#). 30 июня первый вице-премьер правительства Белоруссии Владимир Семашко, выступая в парламенте, заявил, что руководством страны принято решение о строительстве в одной из соседних стран терминала по приему сжиженного газа (СПГ). В разделе [«Мечтая о СПГ»](#) эксперты ИЭФ показывают, что озвученная идея не принесет желаемой энергонеzáвисимости от России. Белоруссия, производя существенные вложения в СПГ-инфраструктуру, может получить определенный уровень энергетической независимости, но это будет лишь политический результат. В экономическом смысле эффект от подобных действий скорее будет нулевым, либо отрицательным. Но сдается, что эта инициатива лишь пополнит уже довольно длинный ряд различных революционных проектов, реализация которых отложена на неопределенный срок.

Отраслевой блок на этот раз посвящен авиационному транспорту, показывающему высокие темпы роста ([«Мировая авиаотрасль: новый подъем»](#)). В ходе экономического кризиса 2008-2009 гг. авиационный транспорт пострадал в значительно меньшей степени, чем многие другие сектора экономики (морской транспорт, строительный сектор и т.д.). В пик кризиса снижение пассажирооборота по миру в целом относительно докризисных максимумов составило только 8%. Начавшееся в середине 2009 г. восстановление объема авиаперевозок было крайне неравномерно распределено по регионам — наиболее высокие темпы роста фиксировались в развивающихся странах, прежде всего в странах Ближнего Востока (где кризис лишь несколько снизил темпы роста авиаперевозок) и Латинской Америки. В развитых странах восстановление перевозок идет более медленными темпами при смещении активности в сторону low-cost операторов.

Рекордные объемы стерилизации избыточной ликвидности в начале года шли параллельно со снижением ставок ЦБ. Противоречие здесь только кажущееся. Банк России де-факто не проводит политику инфляционного таргетирования, он вынужден помимо сдерживания инфляции стимулировать кредитование и «следить» за курсом. Необходимость решения последних двух задач существенно усложняет управление денежным предложением для ЦБ. О перипетиях политики ЦБ читайте в разделе [«Монетарная политика Банка России на выходе из кризиса»](#).

15 июля Базельский комитет рассмотрел полученные комментарии к проекту Базель 3 и подготовил свои предложения, которые должны быть опубликованы до конца июля. Основные нововведения связаны с упрощением расчетов, но не в смысле возвращения к стандартам Базеля 1, а в смысле устранения большинства «лазеек», которые позволяют искусственно снижать требования регуляторов, к примеру, по размеру капитала. В целом, с точки зрения достаточности капитала введение Базеля 3 будет означать ужесточение требований к расчету капитала, поэтому недостаточно капитализированные финансовые институты будут вынуждены или привлекать капитал, или сокращать величину своих активов, чтобы удовлетворять новым требованиям. Подробнее об этом читайте в разделе [«Базельские стандарты: раз, два, три...»](#)

Содержание

<i>Назад к «декаплингу» или два режима роста мира после кризиса</i>	<i>3</i>
<i>Основные показатели мировой экономики</i>	<i>5</i>
<i>Мировая экономика</i>	
Россия-Белоруссия: новый виток дружбы	7
Мечтая о СПГ	9
<i>Отраслевая экономика</i>	
Мировая авиаотрасль: новый подъем	12
<i>Финансы</i>	
Монетарная политика Банка России на выходе из кризиса	14
Базельские стандарты: раз, два, три...	16

Назад к «декаплингу», или два режима роста мира после кризиса

Тяжесть мирового кризиса 2008-2010 гг. была связана с предшествующим финансовым шоком. Банковская система все еще не восстановилась, а реформы финансовой архитектуры и регулирования идут медленно и сдерживают рост в фазе восстановления. За два года было списано активов банков на колоссальную сумму в 1,6 триллиона долларов. Источником «заражения» были ипотечные бумаги, страховые свопы и прочие деривативы. Кризис был инициирован в наиболее развитых странах, но основные удары от него приняли на себя куда менее крепкие представители мировой экономики.

В конце подъема в 2007-2008 гг. мировая экономическая пресса активно обсуждала «декаплинг» — или расхождение тенденций двух миров: развитого и развивающегося. В тот момент это означало расхождение в темпах роста: крупные развивающиеся государства обгоняли страны развитого мира на добрых 3-4 процентных пункта прироста ВВП. Тогда и появились теории быстрого увеличения роли БРИК к середине XXI столетия.

Только в короткий период осени 2008 г. падение производства в большинстве стран, включая торможение в Китае и Индии, создало впечатление «воссоединения» двух частей мира. Процесс декаплинга перед кризисом имел определенное качественное содержание, а не только более быстрый рост ВВП в странах вне ОЭСР. Качество роста, разумеется, было более чем разное. Индустриализирующиеся страны формировали огромный спрос на финансовые и материальные ресурсы, включая энергию. Так что на единицу прироста ВВП в развитых странах прирост потребления энергии был значительно ниже, чем в Азии, Латинской Америке или на Ближнем Востоке. Это свойство мирового роста сохраняется и после кризиса (с несколько меньшей интенсивностью).

Стабильность внутреннего спроса в Китае и Индии, быстрое восстановление производства в Бразилии сыграли огромную роль в предотвращении более глубокой депрессии. Но теперь возникают новые проблемы — насколько восстановится этот огромный разрыв в темпах роста предыдущего подъема? При повышении курса юаня и трудностях поддержания двузначных темпов прироста внутреннего спроса в Китае — как будет работать китайский локомотив, который во время кризиса вытянул экспорт ряда стран (в том числе и России)? Разрыв явно сохранится, но от масштабов будет зависеть спрос на ресурсы.

Пока явно не могут восстановиться финансовые рынки. Структура финансирования в перетоке ресурсов из развитых стран в развивающиеся серьезно изменилась за годы кризиса. Стало намного меньше банковских займов — все же списано почти 3 триллиона долларов капитала. Заметно вырос выпуск акций, что вполне соответствует теории — в этот период приходится делиться голосами, чтобы получить средства. Изменилась и ситуация с облигациями — вместо частных рынки потребляют государственные выпуски. Но майский «греческий» кризис резко сжал потоки капиталов. Подъем, естественно, в

большой степени зависит от кредитной экспансии, но пока ожидаемое новое регулирование финансовых рынков создает заметную неопределенность и подъем особенно не разгоняет. Одновременно несколько сократился переток сбережений от нефтяных экспортеров на западные рынки. Кризис чуть сбалансировал соотношение между инвестициями и сбережениями, но общая картина дисбаланса практически та же – только уровни ниже.

Мир снова движется в двух режимах: в странах ОЭСР идет осторожное восстановление после кризиса с перспективой колебаний вокруг умеренной траектории роста (возможно с темпом в 2% в год?). Скорость восстановления уровня ВВП и особенно капиталовложений остается умеренной – но энергетическая эффективность растет. И рядом – тренд в 5-7% в развивающемся мире. Есть явные признаки «расхождения» тенденций в авиации: стагнация пассажирских перевозок в Северной Америке и Европе в 2010 г., но заметный рост в Азии. Появилось огромное поле работы для мыслителей и шарлатанов – продумать возможное развитие событий и построить реалистическую теорию мирового цикла в двух группах стран.

Угроза нового финансового шока после допинга Греции в мае несколько отодвинулась. Но Россия остается в обозримом будущем в ситуации хрупких внешних условий и необходимости сосредоточиться на качестве роста уже на ранней стадии подъема, пока приток портфельного капитала вновь не сыграет дурную шутку с высокими спекулятивными прибылями.

Леонид Григорьев, Президент ИЗФ

Основные показатели мировой экономики

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

	2008	2009	2010		2010	
			I	II	май	июн
Динамика ВВП, % к предкризисному максимуму (II квартал 2008 г.)						
США	-0,8	-3,2	-1,2	н.д.	-	-
ЕС-27	-0,7	-4,8	-4,5	н.д.	-	-
Великобритания	-0,9	-5,8	-5,5	н.д.	-	-
Германия	-0,6	-5,5	-4,7	н.д.	-	-
Франция	-0,4	-2,9	-2,2	н.д.	-	-
Япония	-1,0	-6,2	-5,6	н.д.	-	-
Бразилия	-0,4	-1,2	1,1	н.д.	-	-
Россия	-0,9	-9,7	-7,9	н.д.	-	-
Индия	0,6	6,3	10,4	н.д.	-	-
Динамика промышленного производства, % к предкризисному максимуму (апрель 2008 г.)						
США	-2,1	-11,2	-8,3	-6,8	-6,4	-6,3
ЕС-27	-4,1	-17,4	-14,1	н.д.	-11,7	н.д.
Великобритания	-2,5	-12,5	-11,4	н.д.	-10,1	н.д.
Германия	-3,1	-19,0	-14,7	н.д.	-9,9	н.д.
Франция	-4,7	-16,3	-12,9	н.д.	-10,9	н.д.
Япония	-5,1	-25,5	-14,0	н.д.	-14,3	н.д.
Бразилия	-4,5	-11,6	-1,8	н.д.	-0,9	н.д.
Россия	-4,3	-14,8	-8,4	-7,7	-7,3	-7,7
Индия	-0,3	6,4	15,2	н.д.	15,0	н.д.
Китай	0,9	12,1	24,8	27,7	27,9	28,7
Индекс потребительских цен, % к предкризисному максимуму (апрель 2008 г.)						
США	0,2	0,1	1,9	1,7	1,7	1,6
ЕС-27	0,3	1,3	2,2	3,5	3,5	3,6
Великобритания	0,8	3,0	5,0	6,3	6,3	6,5
Германия	0,6	0,8	1,4	1,9	1,9	1,9
Франция	0,1	0,2	1,2	2,1	2,2	2,2
Япония	0,8	-0,6	-1,5	н.д.	-1,2	н.д.
Бразилия	1,5	6,4	9,9	11,3	11,4	11,5
Россия	2,0	13,8	18,6	20,2	20,2	20,7
Индия	1,6	12,7	23,4	н.д.	24,6	н.д.
Китай	-0,7	-1,4	1,0	1,0	1,3	0,5
Уровень безработицы, разница в п.п. от предкризисного минимума (апрель 2008 г.)						
США	0,8	4,3	4,7	4,7	4,7	4,5
ЕС-27	0,2	2,1	2,8	н.д.	2,8	н.д.
Великобритания	0,4	2,4	2,7	н.д.	2,5	н.д.
Германия	-0,1	0,1	0,0	н.д.	-0,4	н.д.
Франция	0,2	1,8	2,3	н.д.	2,3	н.д.
Япония	0,1	1,2	1,0	н.д.	1,3	н.д.
Бразилия	-0,1	0,1	-0,7	н.д.	-0,5	н.д.
Россия	0,5	2,6	1,9	1,5	1,5	1,4
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	-15,6	-25,6	-21,4	-25,6
ЕС-27 (Eurostoxx 50)	-35,9	-22,5	-23,4	-32,7	-31,8	-32,7
Великобритания (FTSE 100)	-27,2	-11,1	-6,7	-19,2	-14,8	-19,2
Германия (DAX)	-30,8	-14,3	-11,4	-14,2	-14,2	-14,2
Франция (CAC 40)	-35,6	-21,2	-20,5	-31,1	-29,8	-31,1
Япония (Nikkei 225)	-36,0	-23,9	-19,9	-32,3	-29,5	-32,3
Бразилия (Bovespa)	-44,7	1,1	3,7	-10,2	-7,1	-10,2
Россия (RTS)	-70,2	-31,9	-25,9	-36,9	-34,8	-36,9
Индия (BSE-500)	-47,8	-0,6	0,5	3,0	-1,5	3,0
Китай (Shanghai Composite)	-50,7	-11,3	-15,8	-35,1	-29,8	-35,1

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

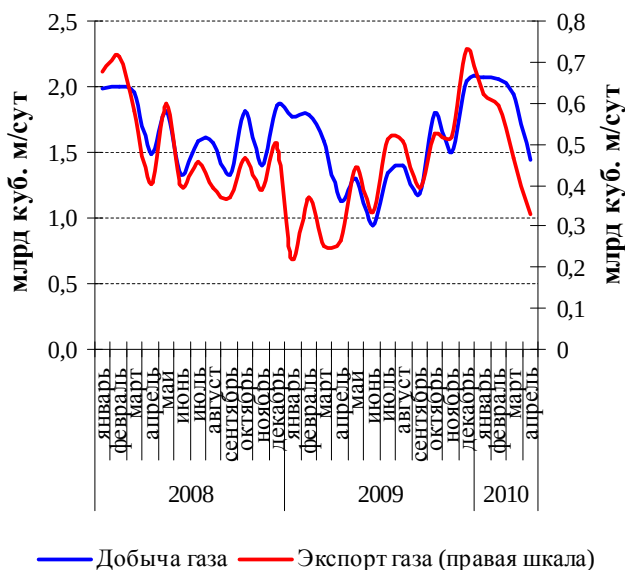
Таблица 2. Основные макроэкономические показатели по ведущим странам мира, 2008-2010, % к соответствующему периоду прошлого года

	2008	2009	2010		2010	
			I	II	май	июн
Динамика ВВП, % к соответствующему периоду прошлого года						
США	0,4	-2,4	2,5	н.д.	-	-
ЕС-27	0,7	-4,2	0,3	н.д.	-	-
Великобритания	0,5	-4,9	-0,2	н.д.	-	-
Германия	1,0	-4,9	1,6	н.д.	-	-
Франция	0,1	-2,5	1,2	н.д.	-	-
Япония	-1,0	-5,2	1,9	н.д.	-	-
Бразилия	5,1	-0,8	3,9	н.д.	-	-
Россия	5,8	-8,9	3,5	н.д.	-	-
Индия	6,4	5,7	6,6	н.д.	-	-
Китай	9,0	8,7	11,9	10,3	-	-
Динамика промышленного производства, % к соответствующему периоду прошлого года						
США	-3,3	-9,3	2,7	7,2	7,9	8,2
ЕС-27	-1,7	-13,9	4,2	н.д.	8,8	н.д.
Великобритания	-3,1	-10,3	0,5	н.д.	3,0	н.д.
Германия	0,0	-16,4	6,9	н.д.	12,8	н.д.
Франция	-2,5	-12,2	4,8	н.д.	8,5	н.д.
Япония	-3,0	-21,5	26,9	н.д.	19,6	н.д.
Бразилия	3,1	-7,5	18,3	н.д.	15,0	н.д.
Россия	2,7	-11,0	9,5	10,6	12,1	9,6
Индия	4,4	6,7	14,9	н.д.	12,1	н.д.
Китай	12,7	11,2	19,5	16,0	16,8	13,6
Индекс потребительских цен, % к соответствующему периоду прошлого года						
США	3,8	-0,1	3,3	2,0	2,1	1,2
ЕС-27	3,7	1,0	1,7	2,0	2,0	1,9
Великобритания	3,6	2,2	3,3	3,4	3,3	3,2
Германия	2,8	0,2	0,8	1,0	1,2	0,8
Франция	3,2	0,1	1,5	1,8	1,9	1,7
Япония	1,4	-1,4	-1,2	н.д.	-0,9	н.д.
Бразилия	5,7	4,9	4,9	5,1	5,2	4,8
Россия	14,1	11,6	7,0	5,6	5,6	5,4
Индия	8,3	10,9	15,2	н.д.	13,9	н.д.
Китай	5,9	-0,7	2,0	2,9	3,1	2,9
Уровень безработицы, % ЭАН						
США	5,8	9,3	9,7	9,7	9,7	9,5
ЕС-27	7,0	8,9	9,6	н.д.	9,6	н.д.
Великобритания	5,6	7,6	7,9	н.д.	7,7	н.д.
Германия	7,3	7,5	7,4	н.д.	7,0	н.д.
Франция	7,8	9,4	9,9	н.д.	9,9	н.д.
Япония	4,0	5,1	4,9	н.д.	5,2	н.д.
Бразилия	7,9	8,1	7,3	н.д.	7,5	н.д.
Россия	6,3	8,4	7,6	7,2	7,2	7,2
Китай	4,1	4,3	4,2	н.д.	-	-
Фондовые индексы, пункты						
США (S&P 500)	903	1 115	1 169	1 031	1 089	1 031
ЕС-27 (Eurostoxx 50)	2 451	2 966	2 931	2 573	2 610	2 573
Великобритания (FTSE 100)	4 434	5 413	5 680	4 917	5 188	4 917
Германия (DAX)	4 810	5 957	6 154	5 966	5 964	5 966
Франция (CAC 40)	3 218	3 936	3 974	3 443	3 508	3 443
Япония (Nikkei 225)	8 860	10 546	11 090	9 383	9 769	9 383
Бразилия (Bovespa)	37 550	68 588	70 372	60 936	63 047	60 936
Россия (RTS)	632	1 445	1 572	1 339	1 385	1 339
Индия (BSE-500)	3 597	6 842	6 920	7 092	6 782	7 092
Китай (Shanghai Composite)	1 821	3 277	3 109	2 398	2 592	2 398

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

I. Россия – Белоруссия: новый виток дружбы

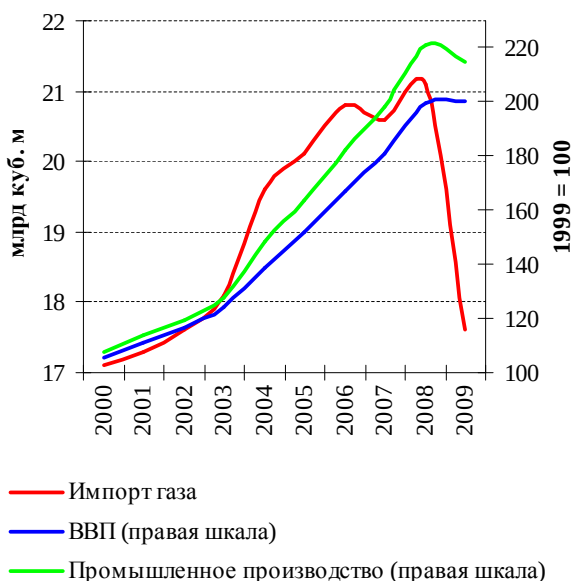
График 1. Средние дневные уровни добычи и экспорта природного газа РФ, 2008 - 2010



Источник: ФСГС РФ

«Активизацию противостояния можно отнести на счет борьбы за условия Таможенного союза Белоруссии-Казахстана-России».

График 2. ВВП, промышленное производство и импорт газа Белоруссии, 2000 - 2009



Источник: Национальный стат. комитет РБ

Новости

• Во второй половине мая «Газпром» предупредил руководство Белоруссии о возможных санкциях в случае невыплаты задолженности за поставки газа в первые месяцы 2010 г., 15 июня президент РФ Д. Медведев потребовал осуществить выплаты в пятидневный срок, 21 июня «Газпром» начал ограничивать поставки газа в Белоруссию, а к 23 июня они были сокращены на 60%.

• 23 июня первый вице-премьер Белоруссии В. Семашко объявил о погашении задолженности перед «Газпромом» в объеме 187 млн долл. На следующий день эта информация была подтверждена «Газпромом». Для выплаты задолженности был взят государственный кредит у Азербайджана на сумму 200 млн долл. По сообщению «Интерфакса», 1 июля кредит был возвращен.

• 24 июня «Газпром» выплатил долг за транзит газа в размере 228 млн долл. Белорусская сторона посчитала обязательства выполненными не в полной мере, потребовав еще 32 млн долл. под угрозой прекращения транзита. 2 июля стороны подписали соглашение о транзите с учетом более высокой ставки тарифа.

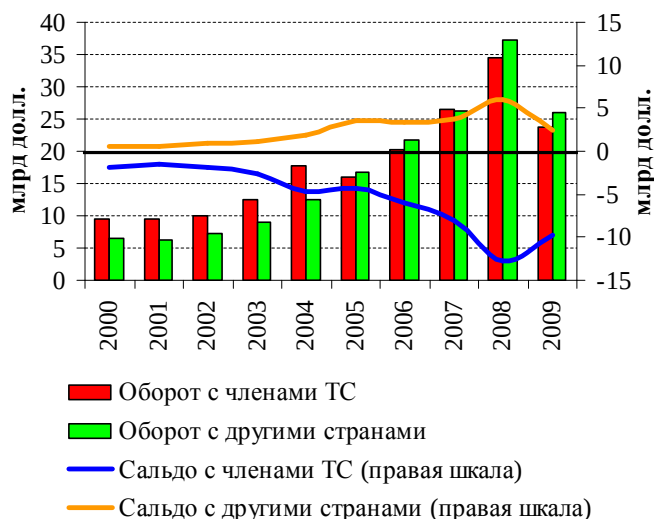
Анализ

Согласно условиям контракта, в 2010 г. импортные поставки газа из России должны обходиться Белоруссии на 10% дешевле, чем европейским странам (без учета транспортных расходов), а с 2011 г. скидки для Белоруссии должны быть вовсе отменены. Таким образом, цена газа для Белоруссии в первом квартале 2010 г. должна была составить около 170 долл./тыс. куб. м., во втором – 185 долл./тыс. куб. м. Отметим, что в официальной белорусской статистике цена импорта газа в январе-мае 2010 г. указана на уровне 176 долл./тыс. куб. м. За этот период Минск импортировал почти 9,3 млрд куб. м газа, оплачивая их де-факто по ставке 150 долл./тыс. куб. м, что и обусловило возникновение значительного долга.

Подобная ситуация имела место в 2009 г.: белорусская сторона оплачивала газ не по фактической цене, а по ожидаемой среднегодовой, полностью рассчитавшись лишь в конце года. Однако такая практика в 2009 г. не привела к переходу конфликта в открытую фазу.

Активизацию противостояния можно отнести на счет борьбы за условия Таможенного союза

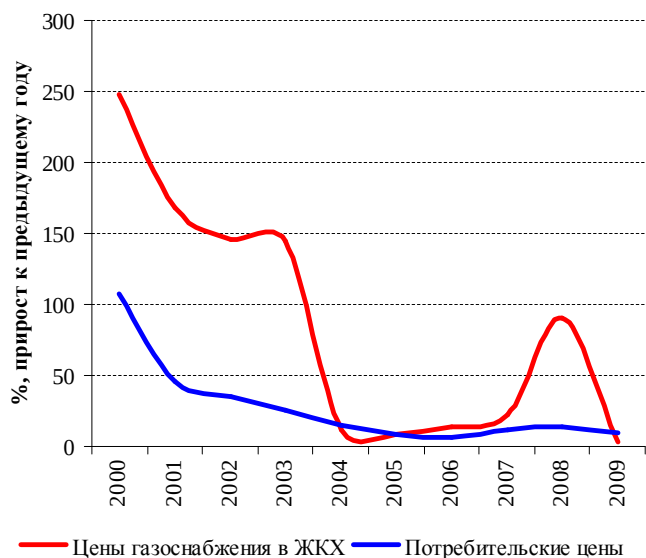
График 3. Сальдо и оборот внешней торговли Белоруссии со странами-членами Таможенного союза (ТС) и другими странами



Источник: Национальный стат. комитет РБ

«Позиции Белоруссии по ценам на газ могут быть обоснованы переносом со стороны России сроков перехода к равнодоходным с экспортом ценам для внутренних потребителей с 2011 г. на 2014 г.»

График 4. Динамика внутренних цен на газ и ИПЦ в Белоруссии, 2000 - 2009



Источник: Национальный стат. комитет РБ

Белоруссии-Казахстана-России. 21 мая 2010 г. в Петербурге сторонам не удалось согласовать позиции нового Таможенного кодекса. 28 мая 2010 г. белорусский премьер-министр С. Сидорский так и не встретился с главами правительств России и Казахстана для консультаций относительно перспектив союза. Между тем договоренности, определяющие режим его функционирования, должны были быть достигнуты не позднее 1 июля – на этот срок было намечено начало полноценного функционирования союза. В конечном итоге 5 июля на встрече глав государств в Астане соглашения о вступлении в силу нового Таможенного кодекса все-таки были подписаны лидерами стран-участниц союза.

Позиции Белоруссии по ценам на газ могут быть обоснованы переносом со стороны России сроков перехода к равнодоходным с экспортом ценам для внутренних потребителей с 2011 г. на 2014 г. Эта мера связана с кризисными явлениями, однако в условиях формирования Таможенного союза она может выглядеть скрытым субсидированием собственных производителей в ущерб интересам стран-партнеров.

Тесно взаимосвязанным событием стал спор о транзитных ставках. С ноября 2009 г. «Газпром» не уплачивал транзитные пошлины в связи с разногласиями о тарифной ставке: белорусская сторона требовала взимать 1,88 долл./тыс. куб. м/100 км, а «Газпром» согласен был уплачивать 1,45 долл./тыс. куб. м/100 км. Ключевым условием повышения транзитной ставки «Газпром» называл введение ценовой надбавки (10-11 долл. за тыс. куб. м) для белорусских потребителей, что так и не было сделано. Впрочем, в начале июля повышенная транзитная ставка все же была введена.

По системе «Белтрансгаз», о которой идет речь, «Газпром» транспортирует лишь около 15 млрд куб. м в год, т. е. менее 10% экспорта, так что в случае необходимости поставки могли бы быть перенаправлены на другие маршруты, в частности через Украину.

В конце июня власти Белоруссии заявили о намерении участвовать в строительстве терминала по приему сжиженного природного газа на территории одного из соседних государств. Скорее всего, речь идет о терминале в литовской Клайпеде, который должен быть введен в строй в 2012 г. Неясным остается вопрос с контрактацией газа и с технико-экономической обоснованностью поставок в Белоруссию через Балтику, так что на данный момент сложно расценивать это иначе, как попытку давления на «Газпром».

II. С мечтами об СПГ

Таблица 3. Динамика потребления природного газа в Белоруссии и Литве, млрд куб. м в год

	2000	2005	2006	2007	2008	2009
Белоруссия	15,7	18,4	19,0	18,8	19,2	16,1
Литва	2,7	3,3	3,2	3,6	3,2	2,7
Всего	18,5	21,6	22,2	22,5	22,5	18,9

Источник: ВР

«...очередной газовый конфликт вызвал к жизни и очередной оригинальный проект по укреплению энергетической безопасности Белоруссии»

«Предполагалось, что сложную логистику нивелирует низкий выход мазута из венесуэльской нефти (7%), но по сообщениям в СМИ выход мазута при переработке полученной нефти на порядок выше (22-24%), плюс было выявлено повышенное содержание серы и ванадия, что заметно осложняет процесс вторичную переработку»

«А сейчас забуксовали и белорусско-украинские переговоры по использованию газопровода Одесса-Броды (среди явных причин — трехдневное празднование 60-летия Виктора Януковича)»

Новости

- 30 июня первый вице-премьер правительства Белоруссии Владимир Семашко, выступая в парламенте, заявил, что руководством страны принято решение о строительстве в одной из соседних стран терминала по приему сжиженного газа (СПГ).
- Ранее, 28 июня, премьер-министры Белоруссии и Литвы подтвердили готовность двух стран совместно построить терминал сжиженного природного газа, а впоследствии протянуть газопровод в Белоруссии.

Анализ

Очередное «газовое» противостояние, состоявшееся между Россией и Белоруссией, позади, и, как это уже стало привычным в российско-белорусских стычках, каждая сторона считает выигравшей именно себя. Время для эскалации конфликта было выбрано весьма удачно — летом сокращение поставок газа оказывает существенно меньший эффект на деятельность компаний и коммунальное хозяйство — уж точно никто не замерзнет.

Помимо очередного гневного выпада президента в адрес России и «Газпрома», новый газовый конфликт вызвал к жизни и очередной оригинальный проект по укреплению энергетической безопасности Белоруссии. Напомним, что не так давно, вследствие разногласий по таможенно-тарифной политике относительно поставок нефти на белорусские НПЗ, Белоруссия заявила о том, что будет поставлять нефть для переработки на своих НПЗ из Венесуэлы. Один взгляд на маршрут доставки нефти на Мозырский НПЗ заставлял задуматься о туманных перспективах подобного мероприятия. Фрахт до Одессы (более 12 тыс. км), прокачка по нефтепроводу и затем очередная перевалка и доставка на НПЗ по железной дороге. Предполагалось, что сложную логистику нивелирует низкий выход мазута из венесуэльской нефти (7%), но по сообщениям в СМИ выход мазута при переработке полученной нефти оказался существенно выше (22-24%), плюс было выявлено повышенное содержание серы и ванадия, что заметно осложняет процесс вторичной переработки. А сейчас забуксовали и белорусско-украинские переговоры по использованию газопровода Одесса-Броды (среди явных причин — трехдневное празднование 60-летия Виктора Януковича).

Официальные источники пока лишь говорят, что оценивать экономику проекта слишком рано. Зато

«Желанную энергонезависимость могли бы обеспечить поставки, к примеру, в половину текущего потребления - около 10 млрд. куб. м газа в год (7,4 млн. т СПГ). Но такой терминал обойдется в 1,5-2 млрд долл.»

«Вильнюс и Минск соединены магистральным газопроводом диаметром 1200 мм. Возможно, в случае реализации проекта его предполагается использовать в реверсном направлении. Но это ставит вопрос о газоснабжении Калининграда, которое как раз частично осуществляется по этому газопроводу»

«Стоимость строительства магистрального газопровода составляет около 1-2 млн долл. за 1 км. Соответственно, инвестиции лишь в трубопроводную инфраструктуру потребуют более 300 млн долл.»

премьер-министр Белоруссии уже смог оценить перспективы другого смелого проекта — строительства регазификационного терминала в Клайпеде и поставки газа по трубопроводам из Литвы в Белоруссию. 28 июня Сергей Сидорский заявил журналистам, что проект является окупаемым и очень эффективным. Кроме того, по словам премьера, его можно реализовать в короткие сроки. Из Клайпеды в Белоруссию газ будет поставляться по магистральному трубопроводу протяженностью около 285 км.

Если же разбираться с этими заявлениями, то высокая эффективность проекта не выявляется, а его озвученные параметры очень далеки от реальности. С учетом небольших потребностей Литвы в природном газе, пропускная способность терминала должна была составить 1,5-2 млрд куб. м в год. Очевидно, что такой объем поставок вряд ли обеспечит Белоруссии хоть какую-то независимость от России. Совокупно Белоруссия и Литва потребляют около 22,5 млрд куб. м газа в год.

Желанную энергонезависимость могли бы обеспечить поставки, к примеру, в половину текущего потребления — около 10 млрд куб. м газа в год (7,4 млн т. СПГ). Но такой терминал обойдется в 1,5-2 млрд долл., а затраты и технологические сложности на этом не закончатся.

Вильнюс и Минск соединены магистральным газопроводом диаметром 1200 мм. Возможно, в случае реализации проекта его предполагается использовать в реверсном направлении. Но это ставит вопрос о газоснабжении Калининграда, которое как раз частично осуществляется по этому газопроводу. На территории Литвы других магистральных газопроводов нет, а реализация проекта сколько-нибудь крупного СПГ-терминала явно потребует их прокладки.

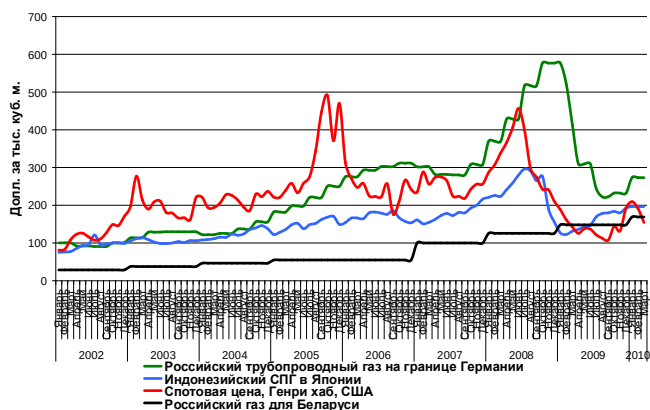
Оценка протяженности трубопровода в 285 км кажется заниженной, поскольку кратчайшее расстояние даже между Клайпедой и Вильнюсом превышает 290 км. При этом прокладка нового газопровода потребует определенного маршрута, по подходящей местности и с обходом препятствий. Действующие ныне газопроводы на территории Литвы от Клайпеды до Вильнюса проходят мимо крупных городов — Шауляя и Паневежиса, что удлиняет маршрут более чем до 340 км.

Стоимость строительства магистрального газопровода составляет около \$1-2 млн за 1 км. Соответственно, инвестиции лишь в трубопроводную инфраструктуру потребуют более 300 млн долл.

Отдельная существенная сложность — это то, что

«...если смотреть на динамику цен в более широкой перспективе, то легко можно обнаружить, что спотовые цены на природный газ подвержены серьезным колебаниям. Они могут быть как сравнительно низкими, как это имеет место сейчас, так и чрезвычайно высокими, как это уже неоднократно случалось в предыдущие годы»

График 5. Динамика цен на природный газ, 2002-2010 гг., долл. за тыс. куб. м.



Источник: МВФ

Примечание: цены для Белоруссии даны средние за год

«...нынешние цены природного газа для Белоруссии более чем умеренные. Более того, сейчас российский природный газ ей достается дешевле, чем желанный СПГ, к примеру, поставляемый в Японию»

«...сдается, что эта инициатива лишь пополнит уже довольно длинный ряд различных революционных проектов, реализация которых отложена на неопределенный срок»

вся белорусская система газоснабжения ориентирована на потоки в направлении из России в сторону Украины и Польши. Чем большие объемы газа гипотетически будут поступать из Литвы, тем кардинальнее надо будет менять систему поставок газа внутри страны — реверс газопроводов и т. д. Это, естественно, повлечет дополнительные затраты.

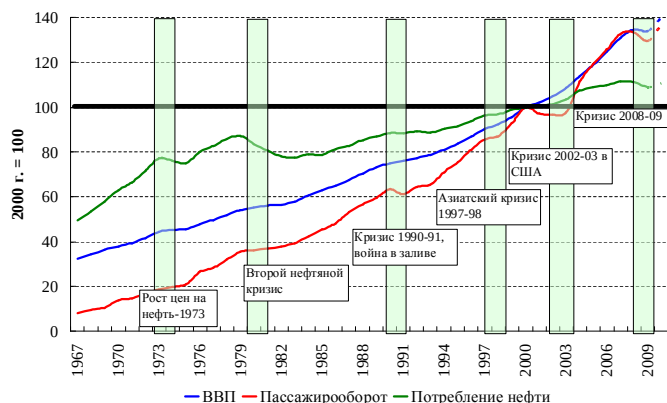
Особый предмет манипуляций — это стоимость СПГ, которая в настоящий момент довольно низка, что позволяет вести разговоры о том, что руками кровожадного «Газпрома» Москва отнимает деньги трудового белорусского народа. Но если смотреть на динамику цен в более широкой перспективе, то легко можно обнаружить, что спотовые цены на природный газ подвержены серьезным колебаниям. Они могут быть как сравнительно низкими, как это имеет место сейчас, так и чрезвычайно высокими, как это уже неоднократно случалось в предыдущие годы.

Отметим, что нынешние цены природного газа для Белоруссии более чем умеренные. Более того, сейчас российский природный газ ей достается дешевле, чем желанный СПГ, к примеру, поставляемый в Японию.

В отношении будущих цен на природный газ распространено предположение о постепенной конвергенции цен трубопроводного газа и СПГ. Белоруссия, производя существенные вложения в СПГ-инфраструктуру, может получить определенный уровень энергетической независимости, но это будет лишь политический результат. В экономическом смысле эффект от подобных действий скорее будет нулевым, либо отрицательным. Но сдается, что эта инициатива лишь пополнит уже довольно длинный ряд различных революционных проектов, реализация которых отложена на неопределенный срок.

III. Мировая авиаотрасль: новый подъем

График 6. Динамика ВВП, пассажирооборота и потребления нефти по миру в целом, 1967-2010, 2000 г. = 100



Источник: World Bank, ICAO, BP

Новости

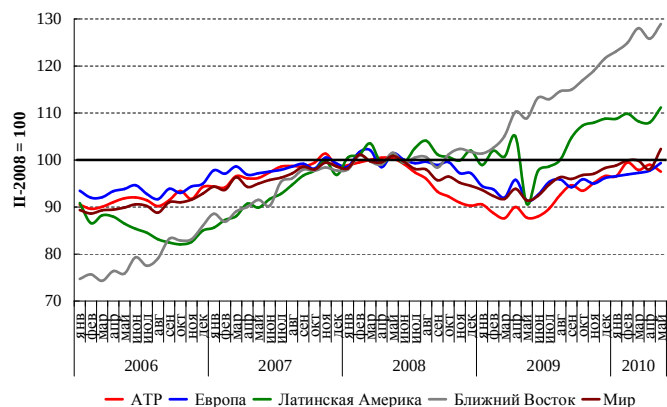
- В мае мировой пассажирооборот гражданской авиации превысил докризисный уровень на 2,1% (по отношению к маю прошлого года рост составил 11,7%).
- Еврокомиссия одобрила слияние British Airways и испанской Iberia, объединенная компания займет 4 место по объему перевозок в рейтинге европейских авиаперевозчиков.
- По итогам II квартала 2010 г. выручка крупнейшей авиакомпании мира Delta Airlines выросла на 17% г/г, чистая прибыль достигла 467 млн. долл. (что стало лучшим результатом за последние десять лет).
- За первые пять месяцев 2010 г. пассажирооборот гражданской авиации в России вырос на 39% г/г, наибольшее увеличение фиксируется по международным перевозкам (рост на 46,6% г/г).

Анализ

В ходе экономического кризиса 2008-2009 гг. авиационный транспорт пострадал в значительно меньшей степени, чем многие другие сектора экономики (морской транспорт, строительный сектор и т.д.). В пик кризиса снижение пассажирооборота по миру в целом относительно докризисных максимумов составило только 8% (хотя по отдельным странам и направлениям падение объемов авиаперевозок доходило до 20-25%). В то же время запас прочности в авиатранспорте традиционно ниже, чем в большинстве других секторов экономики — средняя по отрасли рентабельность по чистой прибыли редко поднимается выше 3-4%, а быстрый рост цен на топливо в 2004-2008 гг. привел к тому, что и до начала кризиса многие авиакомпании имели неустойчивое финансовое положение.

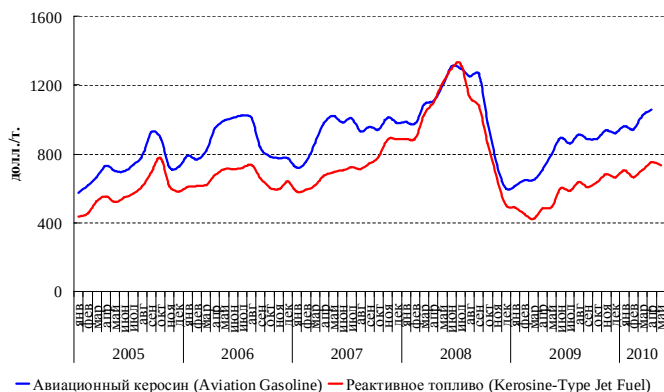
Начавшееся в середине 2009 г. восстановление объема авиаперевозок было крайне неравномерно распределено по регионам — наиболее высокие темпы роста фиксировались в развивающихся странах, прежде всего в странах Ближнего Востока (где кризис лишь несколько снизил темпы роста авиаперевозок) и Латинской Америки. Экономика этих регионов, основанная на экспорте природных ресурсов, в меньшей степени пострадала от кризисных явлений. Относительно невысокие темпы восстановления пассажиропотока в странах АТР были связаны со снижением туристической активности (и не только из-за снижения экономической активности, но и, например, из-за политического кризиса в Таиланде), а также со

График 7. Динамика пассажирооборота по регионам, 2005-2010, II-2008 г. = 100



Источник: IATA, оценки ИЗЭФ

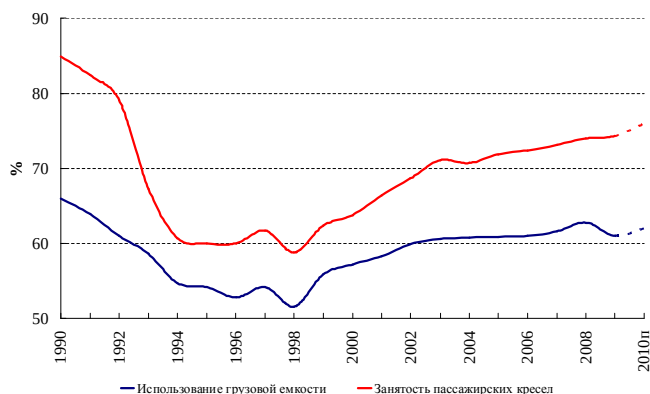
График 8. Динамика цен на авиатопливо в США, 2005-2010, долл./т.



Источник: Министерство энергетики США

«Экономический кризис 2008-2009 гг. оказал крайне негативное влияние на развитие российской гражданской авиации — объем перевозок в первом полугодии 2009 г. снизился более чем на 16%...»

График 9. Эффективность использования парка гражданской авиации в России, 1990-2010



Источник: ФСГС, ФАВТ

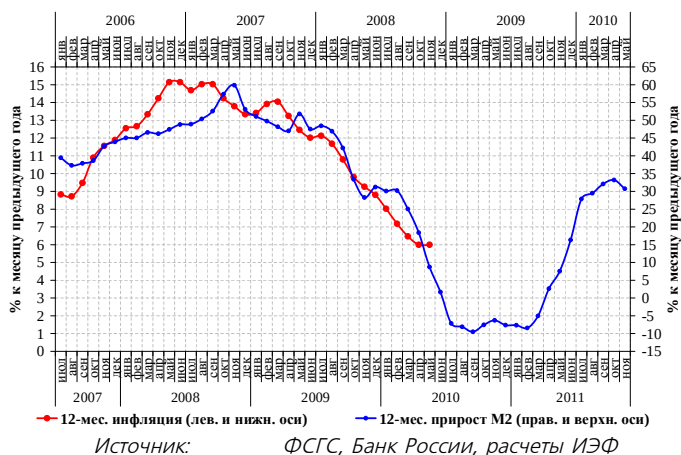
снижением пассажиропотока между относительно богатыми странами (Ближний Восток, Япония, Южная Корея) и странами-донорами рабочей силы (Индия, отдельные страны ЮВА).

В развитых странах восстановление перевозок идет более медленными темпами при смещении активности в сторону low-cost операторов. Так, только по итогам 2009 г. при снижении общего объема перевозок более чем на 5%, низкобюджетные авиаперевозчики увеличили пассажиропоток на 8,7%, а крупнейшая компания в этом сегменте (Ryanair) стала третьим по величине авиаперевозчиком в Европе. Негативное влияние на динамику авиаперевозок оказало и извержение исландского вулкана, приведшее к снижению объемов авиаперевозок в странах ЕС и на трансатлантическом направлении в апреле 2010 г. более чем на 10% г/г. Однако уже по итогам мая объем авиаперевозок превысил докризисные максимумы более чем на 2%. О значительном улучшении ситуации на рынке свидетельствует и отчетность крупнейших авиакомпаний за II квартал 2010 г. — по предварительным оценкам, прибыль покажут 8 из 9 крупнейших американских компаний, а единственная из компаний, которая, возможно, покажет убыток — American Airlines — сократит его почти в 40 раз по сравнению со вторым кварталом прошлого года.

Экономический кризис 2008-2009 гг. оказал крайне негативное влияние на развитие российской гражданской авиации — объем перевозок в первом полугодии 2009 г. снизился более чем на 16%, занятость пассажирских кресел — до 69%. Снижение пассажиропотока усугублялось низким уровнем конкуренции на рынке аэропортовых услуг и топливообеспечения — российские авиакомпании в значительно меньшей степени, чем их иностранные конкуренты, смогли использовать снижение цен на нефть для оптимизации производственных издержек. Во второй половине 2009-начале 2010 гг. российская авиация перешла к росту — благодаря улучшению внешнеэкономической конъюнктуры и восстановлению доходов сырьевых отраслей вырос спрос на авиаперевозки со стороны населения крупных городов и северных регионов. В то же время кризис привел к дальнейшему усилению основных структурных диспропорций российского рынка: продолжает расти доля Московского авиаузла в общем объеме перевозок, планы развития региональных хабов пока что остаются на бумаге, а доля зарубежных компаний в регулярных международных рейсах в 2009 г. выросла до 48,7%. Устойчивое развитие отрасли в посткризисный период требует решения этих и многих других проблем.

IV. Монетарная политика Банка России на выходе из кризиса

График 10. Темп инфляции и темп прироста денежного агрегата M2 (с лагом 18 месяцев) в РФ, 2007-2011



Новости

- 29 июня совет директоров Банка России сохранил ставку рефинансирования на уровне 7,75%, а заместитель председателя Банка А. Улюкаев заявил, что в ЦБ «не видят необходимости для ее дальнейшего снижения».

Анализ

Динамика потребительских цен продолжает радовать российские монетарные власти. Третий месяц подряд 12-месячная инфляция находится на уровне исторического минимума в 6%, что позволяет представителям Банка России уверенно говорить о перспективах выполнения 6-7%-ного ориентира на текущий год.

Перспективы дальнейшего снижения цен в России до конца года вытекают из предположения о монетарном характере российской инфляции. Среди сторонников подобной точки зрения популярно мнение о тесной корреляции прироста денежной массы и темпа инфляции в 12-месячном выражении с лагом в 6 кварталов (см. График 10). Подобная связь устойчиво прослеживается с начала 2000-х, и кризисные события 2008-2009 годов ее не сильно нарушили. Резкое сокращение темпов роста денежной массы с осени 2008-го по осень 2009-го года — залог дезинфляции до начала 2011 года, если связь темпов прироста M2 и цен действительно носит описанный выше характер.

Альтернативная точка зрения, бывшая особенно популярной перед кризисом, состоит в том, что инфляция в России немонетарна по своей природе. Темпы роста цен подвержены сильному влиянию характера конкуренции на основных рынках и тарифной политики государства. Мы считаем, что на выходе из кризиса эта точка зрения (в части влияния конкуренции на общий уровень цен) становится менее актуальной, и предполагаем, что инфляция (без учета регулируемых государством тарифов) будет скорее монетарной. Но даже в этом случае стоит обратить внимание на ряд факторов, способных вызвать рост цен в краткосрочной перспективе. Они связаны с особенностями монетарной политики Банка России в посткризисный период.

Первый квартал 2010 года стал периодом взрывного роста денежного предложения (см. График 11). Денежная база росла столь же быстро, как и в 2007 году на фоне огромного и, как мы теперь понимаем, перегретого потребительского спроса. Скачок базы в 2007-м при относительно стабильном мультипликаторе денежной политики вызвал резкий прирост M2, на

График 11. Темп роста широкой денежной базы с начала года, 2007-2010

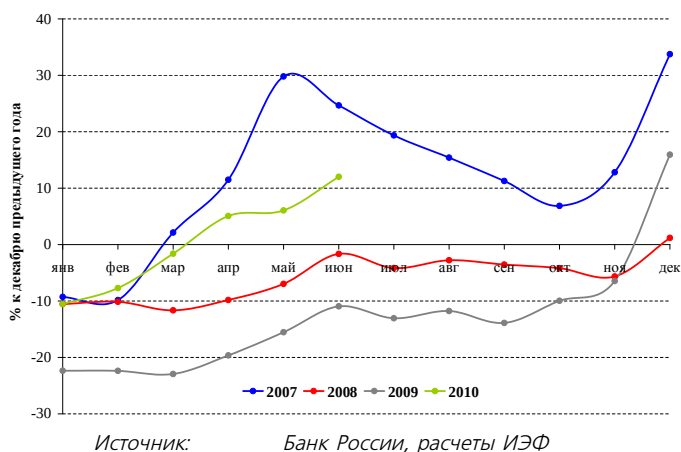


График 12. Облигационный и кредитный портфели российских банков, 2008-2010

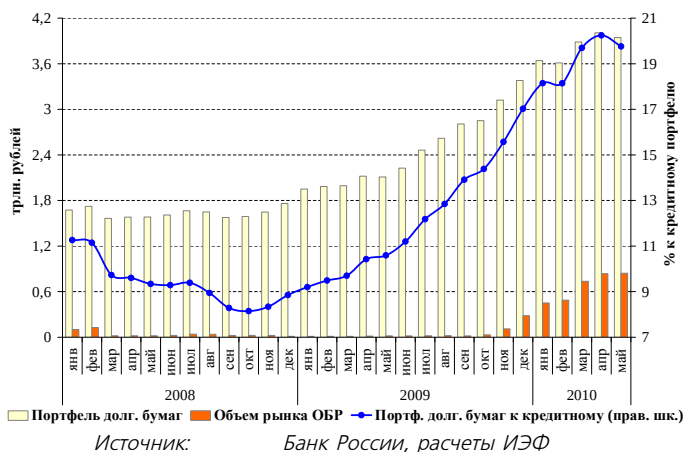
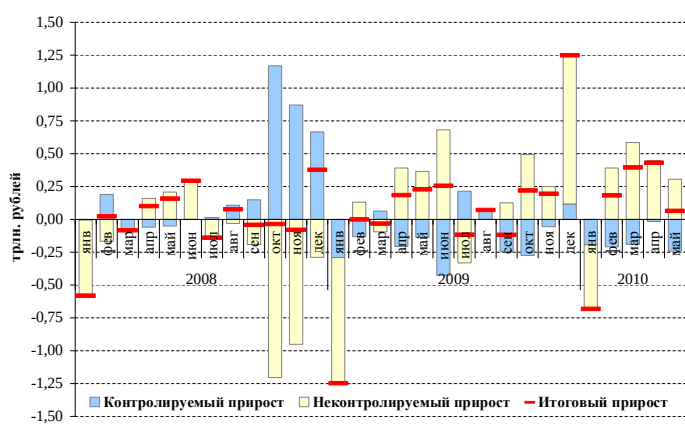
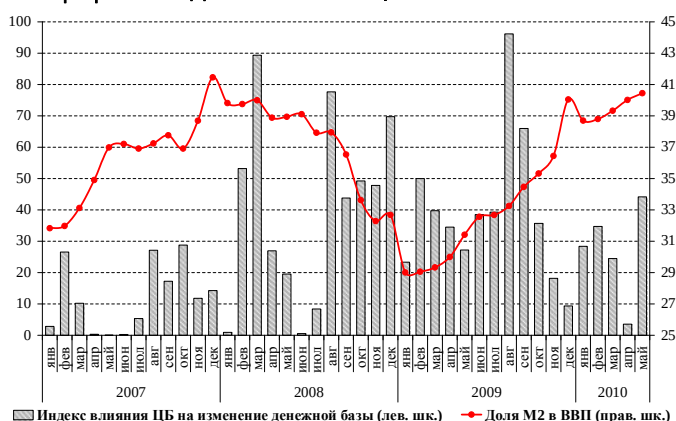


График 13. Разложение прироста денежной базы по степени контроля ЦБ, 2008-2010



Источник: Банк России, расчеты ИЭФ

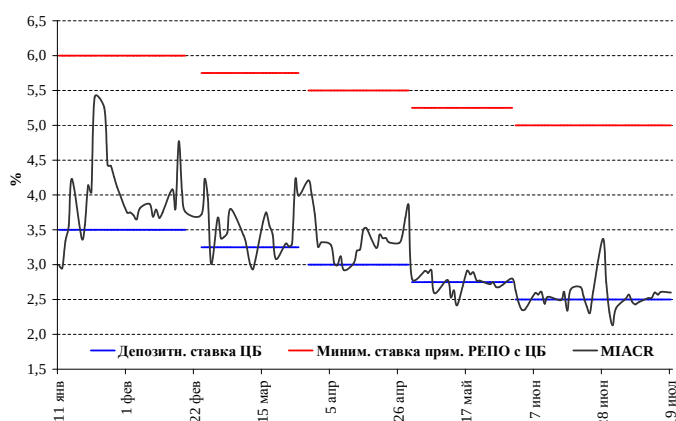
График 14. Монетизация ВВП и контроль ЦБ за приростом денежной базы, 2007-2010



Источник: Банк России, МЭР, расчеты ИЭФ

Примечание: «0» — изменения базы обусловлены колебаниями части спроса на деньги, не контролируемой ЦБ, «100» — все изменения базы за период происходили по подконтрольным ЦБ статьям.

График 15. Динамика ставок по 1-дневным кредитно-депозитным операциям с начала 2010 г.



Источник: Банк России

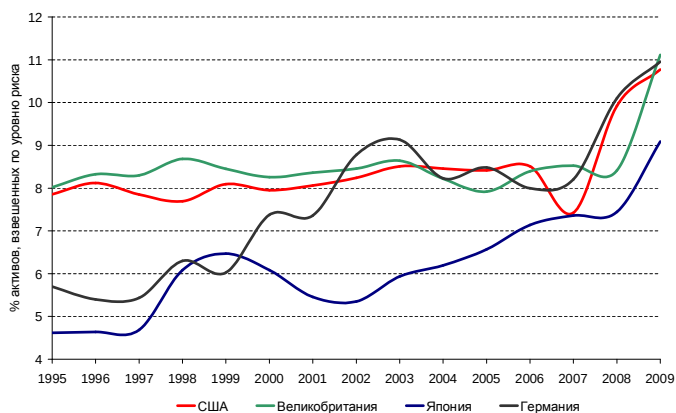
который впоследствии «наложился» пик предкризисной 15%-ной инфляции лета 2008 года. Чем существенно отличается картина в 2010 году?

С начала года ЦБ активно стерилизует избыточную ликвидность. Инструментом стерилизации выступают, как это и обозначено в «Направлениях денежно-кредитной политики на 2010-2012 гг.», операции с ОБР (облигациями Банка России). Доля ОБР (в банковских портфелях) в денежной базе выросла с 2% в декабре 2009 г. до 12% в июне 2010-го (в сентябре 2007 г. эта доля не превышала 8%). Рынок ОБР вырос к концу июня до рекордного объема в 1 трлн рублей. На этом фоне банковский портфель ОБР составил на конец мая почти 3% всех активов банковской системы, вложения в долговые бумаги в целом достигли 20% от кредитного портфеля банков (см. График 12).

Рекордные объемы стерилизации избыточной ликвидности в начале года шли параллельно со снижением ставок ЦБ. Противоречие здесь только кажущееся. Банк России де-факто не проводит политику инфляционного таргетирования, он вынужден помимо сдерживания инфляции стимулировать кредитование и «следить» за курсом. Необходимость решения последних двух задач существенно осложняет управление денежным предложением для ЦБ. Тенденции к укреплению рубля в начале года приводили к росту внешних активов Банка России, а это прямой рост денежного предложения, слабо контролируемый ЦБ (неудовлетворение спроса на рубли окажет повышательное давление на курс). В результате, ЦБ вынужден с осени 2009 года бороться с экзогенным для него спросом на деньги (см. График 13). Однако на фоне снижающейся задолженности банков перед ЦБ его возможности контроля над денежным предложением существенно сокращаются (см. График 14). В столь сложных условиях говорить об успешном стимулировании кредитования не приходится — прирост короткой банковской ликвидности связывается в облигационных портфелях. Риски насыщения рынка долговых бумаг Банка России (уже рекордных по объему) — это прямые риски всплеска монетарной инфляции. Есть, однако, небольшая вероятность того, что при ликвидных рынках госбумаг ЦБ сможет эффективнее управлять процентными ставками (см. График 15) и у него, тем самым, появится дополнительный (и прежде, по мнению экспертов, не работавший) инструмент влияния на денежный спрос. Это будет первым существенным шагом на пути перехода к инфляционному таргетированию. Вторым шагом должно быть снижение контроля за колебаниями курса рубля.

V. Базельские стандарты: раз, два, три ...

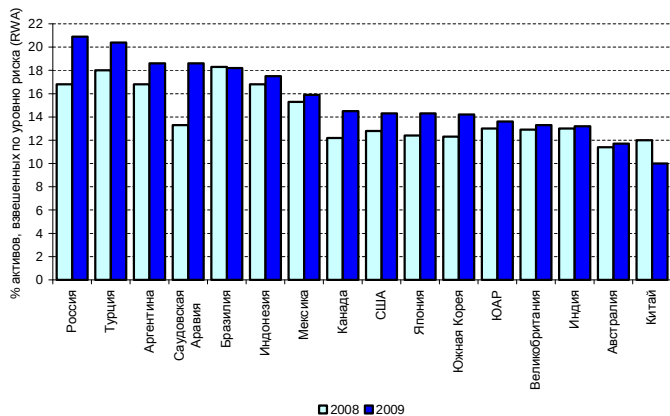
График 16. Динамика банковского капитала первого уровня в развитых странах, 1995-2009



Источник: МВФ

«В целом, с точки зрения достаточности капитала введение Базеля 3 будет означать ужесточение требований к расчету капитала, поэтому недостаточно капитализированные финансовые институты будут вынуждены или привлекать капитал, или сокращать величину своих активов, чтобы удовлетворять новым требованиям»

График 17. Уровень достаточности банковского капитала в странах G-20, 2008-2009



Источник: МВФ

Новости

- В декабре 2009 г. Базельский комитет по банковскому надзору представил консультативный документ с новыми предложениями по изменению регулирования банковского сектора, получивший условное название «Базель 3».

- 15 июля Комитет рассмотрел полученные комментарии к проекту Базель 3 и подготовил свои предложения по этому поводу, которые должны быть опубликованы до конца июля.

Анализ

Стандарты Базельского комитета разрабатываются уже более двадцати лет. Их эволюция отражает развитие и интеграцию мировой финансовой системы. Так, большую роль в разработке и принятии первых Базельских стандартов (1988 г.) сыграло усиление конкуренции между национальными банковскими системами развитых стран и бурное развитие японских банков, которые в течение 1970–80-х годов резко увеличили свою долю на многих рынках. Базель 1 ввел в банковский обиход расчет достаточности капитала на основе активов, взвешенных по уровню риска. Разные активы обладают разным уровнем риска, и в зависимости от него должен определяться размер требуемого капитала для покрытия потенциальных убытков по этим активам.

Проблема Базеля 1, которая во многом и привела к разработке и введению последующих стандартов, заключается в том, что коэффициенты устанавливаются единым образом для укрупненных групп активов независимо от их типа, надежности контрагента и прочих параметров.

Российские стандарты пруденциального надзора (Инструкция ЦБ «Об обязательных нормативах банков» от 16 января 2004 года №110-И) в целом соответствуют Базелю 1 и задают коэффициенты риска для отдельных групп активов, однако есть и существенные отличия. К примеру, с коэффициентом риска в 50% учитываются требования к естественным монополиям и предприятиям из утвержденного списка стратегических предприятий, тогда как Базель 1 рекомендует устанавливать коэффициент риска для любых требований к нефинансовым компаниям в 100%.

Основным вектором при разработке Базеля 2 стала попытка добиться соответствия между упрощенной схемой Базеля 1 по оценке достаточности капитала и реальными уровнями риска. Также вторые стандарты должны были стимулировать банки

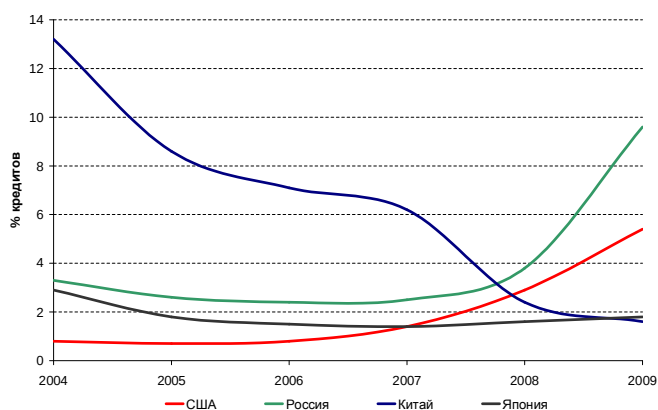
Таблица 4. Коэффициенты риска для разных типов активов (по Базелю 1)

Коэффициент риска	Активы
0%	- Денежные средства - Требования к центральному правительству и центральному банку, номинированные в национальной валюте и фондированные в ней - Требования к прочим странам ОЭСР, их центральным правительствам и центральным банкам - Требования, обеспеченные государственными ценными бумагами стран ОЭСР или гарантированные ими
0%, 10%, 20%, 50%	Требования к другим организациям государственного сектора, исключая центральное правительство, а также займы, гарантированные ценными бумагами, выпущенными этими организациями
20%	- Требования к международным банкам развития, требования, гарантированные или обеспеченные ценными бумагами этих банков - Требования к банкам (или гарантированные ими) стран ОЭСР - Требования к банкам вне стран ОЭСР до одного года требования - Средства в расчетах
50%	Требования, полностью обеспеченные ипотекой на жилую недвижимость, в которой проживает заемщик
100%	- Требования к частному сектору - Требования к банкам вне ОЭСР со сроком более одного года - Требования к центральным правительствам вне ОЭСР со сроком более одного года - Требования к компаниям, которыми владеет государственный сектор

использовать более продвинутые методики риск-менеджмента. Однако разногласия между странами-участницами привели к тому, что предложения носили чрезвычайно компромиссный характер и несли в себе еще большее количество возможностей для злоупотребления стандартами, нежели Базель 1. Таким образом, итоговый результат оказался еще хуже – процедура расчета капитала и норматива по достаточности чрезвычайно усложнилась, а практическое ее использование не привело к улучшению качества риск-менеджмента. В период с 2004 по 2009 гг. было выпущено семь обновлений Базеля 2, целью которых было отреагировать на активную критику положений, однако ни одно из них не стало общепринятым, что еще больше усложнило регуляторную среду с точки зрения возможностей оценки финансового положения банков. Противоречивость и недоработанность Базеля 2 привели к тому, что многие страны решили не спешить с внедрением стандартов с национальными корректировками.

Осмысление причин финансового кризиса 2008-09 гг. привело к появлению Базеля 3, который находится в стадии обсуждения. Основные нововведения связаны с упрощением расчетов, но не в смысле возвращения к стандартам Базеля 1, а в смысле снятия большинства «лазеек», которые позволяют искусственно снижать требования регуляторов, к примеру, по размеру капитала. В целом, с точки зрения достаточности капитала введение Базеля 3 будет означать ужесточение требований к расчету капитала, поэтому недостаточно капитализированные финансовые институты будут вынуждены или привлекать капитал, или сокращать величину своих активов, чтобы удовлетворять новым требованиям. Новые стандарты связаны с изменением оценок коэффициентов риска для ряда категорий активов на балансах банков. Базель 3 имеет высокие шансы быть принятым в более или менее исходном виде в первую очередь в США и ЕС, которые выступают основными инициаторами введения новых стандартов. Однако национальные определения Базеля могут достаточно сильно отличаться от принятых стандартов. В целом, установление новых стандартов приведет к существенному увеличению требований к размеру капитала банков. Однако национальные интерпретации стандартов могут существенно «облегчить» объем налагаемых ими требований.

График 18. Просроченная банковская задолженность (NPL), 2004-2009, %



Источник: МВФ

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