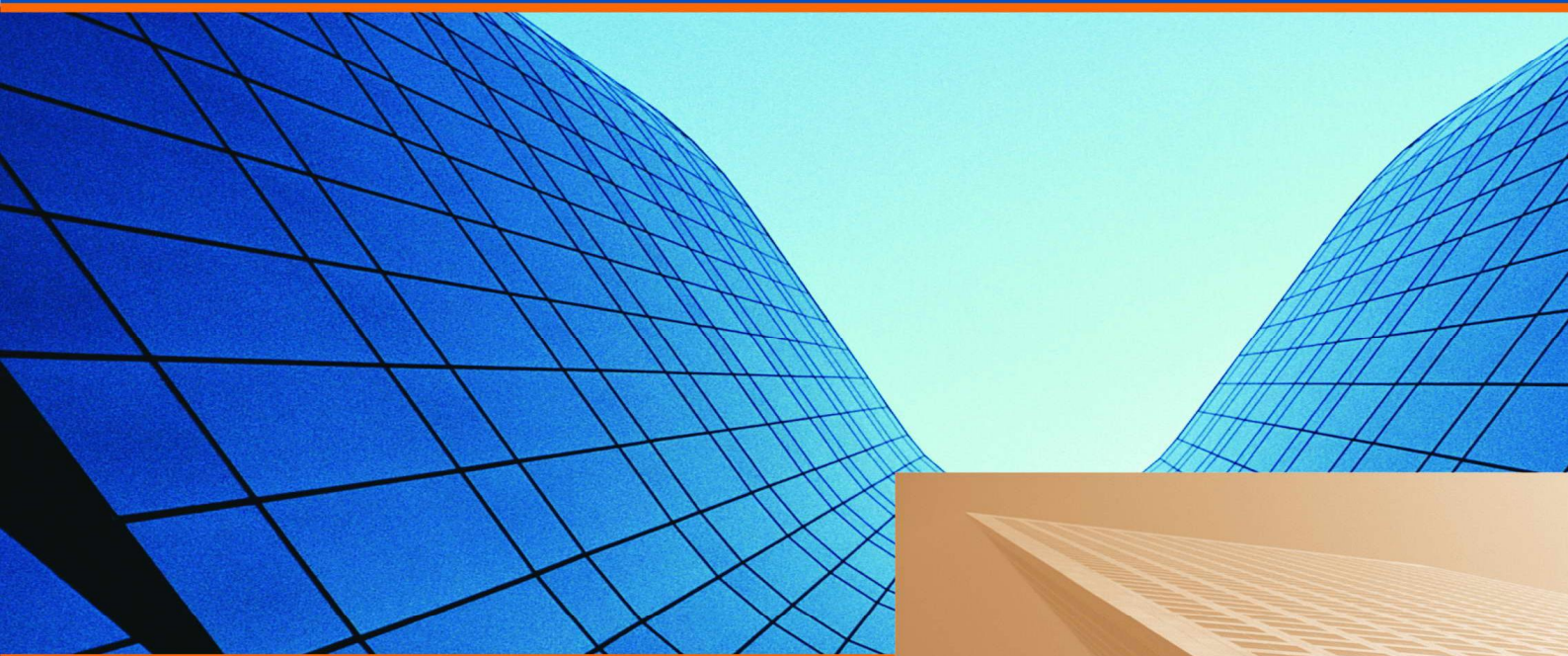


ИНСТИТУТ ЭНЕРГЕТИКИ И ФИНАНСОВ

# МОНИТОРИНГ МИРОВОГО КРИЗИСА



Выпуск #22  
Май 2011

## МОНИТОРИНГ МИРОВОГО КРИЗИСА

Посткризисное восстановление заняло почти два года — лишь к середине 2010 г. мировая экономика вышла на докризисные уровни, в основном благодаря сохранению высоких темпов роста в ключевых развивающихся странах, резко увеличивших государственные инвестиции в инфраструктуру, жилищное строительство и ряд других секторов. К началу 2011 г. докризисного уровня достигли и ведущие развитые экономики — США, Германия и Франция, также активно использовавшие государственные стимулы для выхода из кризиса. Вместе с тем, в последние месяцы все четче стала проявляться тенденция к замедлению темпов роста в большинстве ведущих экономик. Отчасти это стало реакцией на постепенное сворачивание стимулирующих программ (в автомобилестроении, жилищном строительстве и ряде других отраслей), но основным фактором текущего замедления является отсутствие новых драйверов роста, способных «перехватить» инициативу у госсектора. Подробнее о развитии мировой экономики читайте в разделе [«Восстановление закончилось, роста не будет?»](#)

Мировой экономический кризис привел к резкому снижению деловой активности и расходов на туризм, что крайне негативно отразилось на динамике отрасли — к началу 2009 г. мировой пассажиропоток сократился на 7% к предкризисным максимумам. Однако уже с середины 2009 г. на фоне улучшения экономической ситуации и роста потребительской активности наметилась тенденция к увеличению пассажиропотока. Всего за полгода мировая авиация вернулась на докризисный уровень перевозок. Быстрое восстановление пассажиропотока позитивно отразилось на динамике финансовых показателей крупнейших компаний отрасли. Уже в 2010 г. прибыль публичных авиакомпаний достигла 13,8 млрд долл. (сравнимо с объемом убытков в 2008 г.), а в целом по отрасли показатель составил рекордные 16 млрд долл. Подробнее о секторе авиаперевозок — в разделе [«Мировая авиация: на взлете»](#).

23 мая 2011 г. Нацбанк Белоруссии установил новый курс белорусского рубля. Одномоментное повышение составило 56%, а с начала года — 64%. Уникальность белорусской ситуации — это девальвация на фоне экономического бума. С начала года ВВП страны вырос на 12,3% г/г, промышленное производство — на 12,9%. Рост экономики все последние годы сопровождался опережающим ростом импорта и большую часть торгового дефицита Белоруссии приходилось финансировать за счет наращивания внешнего долга, который увеличился за последние пять лет с \$6,8 до \$28,5 млрд и превысил 52% ВВП. Разбалансированию экономики способствовали и действия властей. О причинах и последствиях девальвации читайте в разделе [«Беларусь — на круги своя»](#).

В апреле в России разразился бензиновый кризис, притом что по итогам 2010 г. страна стала крупнейшим в мире производителем нефти. Бензиновый кризис показал, что без кардинального пересмотра действующей схемы налогообложения отрасли внутренний рынок будет неразрывно связан с внешним рынком, и потому топливные кризисы, подобно апрельскому, с большой вероятностью могут повториться. А директивный подход помогает только гасить кризисные ситуации, но не предупреждать их. Возможно, теперь изменения затронут не только фискальную сферу, как это планировалось ранее, но и корпоративную структуру рынка нефтепереработки. Подробнее об истоках кризиса — в разделе [«Бензиновая лихорадка»](#).

Одним из основных факторов неопределенности, который будет довлеть над рынками в ближайшие недели, станет вопрос о продолжении политики количественного ослабления, так называемого QE2. Основные опасения относительно такой политики связаны с рядом ее последствий. Потенциально негативным эффектом может стать рост потребительской инфляции. Однако расширения спроса на деньги, даже в условиях бурного роста денежного предложения, не происходит, а инфляционные ожидания остаются на низком уровне. Более того, ФРС имеет сильный инструмент, который напрямую влияет на мотивы и возможность банков трансформировать избыточные резервы в рост кредитования — проценты, уплачиваемые на резервы. Подробнее последствия завершения QE2 анализируются в разделе [«Что принесет окончание QE2»](#).

## Содержание

<i>Основные показатели мировой экономики</i>	3
<i>Мировая экономика</i>	
Восстановление закончилось, роста не будет?	5
Мировая авиация: на взлете	7
Беларусь: на круги своя	9
<i>Экономика России</i>	
Бензиновая лихорадка	11
<i>Финансовые рынки</i>	
Что принесет окончание QE2	14

**Основные показатели мировой экономики**

Таблица 1. Основные макроэкономические показатели по ведущим странам мира, 2007-2011, (% к предкризисному максимуму)

	2008	2009	2010	2010	2011	2011	
				IV	I	мар	апр
<b>Динамика ВВП, % к предкризисному максимуму (II квартал 2008 г.)</b>							
США	-1,0	-3,6	-0,8	0,2	0,6	-	-
ЕС-27	-0,7	-4,9	-3,2	-2,5	-1,8	-	-
Великобритания	-0,9	-5,7	-4,5	-4,3	-3,8	-	-
Германия	-0,6	-5,2	-1,9	-0,7	0,8	-	-
Франция	-0,4	-3,0	-1,6	-1,0	-0,1	-	-
Япония	-1,1	-7,4	-3,7	-3,7	-4,6	-	-
Бразилия	-0,7	-1,4	6,1	7,3	8,7	-	-
Россия	-1,6	-9,4	-5,8	-2,8	-3,4	-	-
Индия	0,4	6,1	16,1	19,1	20,9	-	-
<b>Динамика промышленного производства, % к предкризисному максимуму (апрель 2008 г.)</b>							
США	-2,6	-13,5	-8,9	-7,3	-6,2	-5,9	-5,9
ЕС-27	-3,9	-17,1	-11,4	-9,4	-8,3	-8,4	н.д.
Великобритания	-2,5	-12,3	-10,2	-9,4	-8,9	-9,0	н.д.
Германия	-3,3	-19,2	-10,5	-6,6	-4,9	-4,2	н.д.
Франция	-5,0	-16,9	-12,6	-11,5	-9,7	-10,0	н.д.
Япония	-3,6	-24,0	-11,9	-12,3	-14,1	-23,2	-22,5
Бразилия	-3,5	-10,4	-0,8	-1,0	2,6	3,6	1,4
Россия	-3,6	-12,7	-5,7	-3,5	-1,9	-1,7	-1,5
Индия	0,1	6,8	18,0	19,2	21,2	22,5	н.д.
Китай	0,4	11,6	29,0	35,0	41,6	43,8	43,1
<b>Индекс потребительских цен, % к предкризисному максимуму (апрель 2008 г.)</b>							
США	0,2	-0,1	1,5	1,9	3,0	3,5	3,9
ЕС-27	0,3	1,3	3,4	4,4	5,2	6,2	6,7
Великобритания	0,8	3,0	6,4	7,7	9,3	9,8	10,9
Германия	0,6	0,8	2,0	2,6	3,6	4,2	4,5
Франция	0,1	0,2	1,9	2,5	3,2	3,9	4,3
Япония	0,8	-0,6	-1,3	-1,0	-1,5	-1,3	-1,0
Бразилия	1,3	6,3	11,6	13,8	16,5	17,4	18,3
Россия	2,0	13,8	21,7	24,9	30,1	30,9	31,6
Индия	2,6	13,8	27,4	32,4	34,7	34,0	34,4
Китай	-0,7	-1,4	1,7	3,7	6,5	7,4	7,6
<b>Уровень безработицы, разница в п.п. от предкризисного минимума (апрель 2008 г.)</b>							
США	0,8	4,3	4,6	4,6	3,9	3,8	4,0
ЕС-27	0,3	2,2	2,8	2,8	2,7	2,7	2,6
Великобритания	0,5	2,5	2,7	2,7	2,5	2,4	2,4
Германия	-0,1	0,0	-0,6	-1,0	-1,4	-1,5	-1,6
Франция	0,2	1,9	2,2	2,0	1,9	1,9	1,8
Япония	0,1	1,2	1,2	1,1	0,8	0,7	1,0
Бразилия	-0,1	0,1	-1,3	-2,1	-1,7	-1,5	-1,6
Россия	0,5	2,6	1,7	1,4	1,0	0,8	1,1
Китай	0,0	0,3	0,2	0,1	0,1	-	-
<b>Фондовые индексы, % к предкризисному максимуму (апрель 2008 г.)</b>							
США (S&P 500)	-34,8	-19,5	-17,0	-9,2	-4,3	-4,3	-1,6
ЕС-27 (Eurostoxx 50)	-35,9	-22,5	-27,8	-26,8	-23,9	-23,9	-21,3
Великобритания (FTSE 100)	-27,2	-11,1	-9,5	-3,1	-2,9	-2,9	-0,3
Германия (DAX)	-30,8	-14,3	-9,1	-0,5	1,3	1,3	8,1
Франция (CAC 40)	-35,6	-21,2	-25,3	-23,9	-20,2	-20,2	-17,8
Япония (Nikkei 225)	-36,0	-23,9	-27,7	-26,1	-29,6	-29,6	-28,9
Бразилия (Bovespa)	-44,7	1,1	-0,5	2,1	1,1	1,1	-2,6
Россия (RTS)	-70,2	-31,9	-27,1	-16,6	-3,7	-3,7	-4,5
Индия (BSE-500)	-47,8	-0,6	8,8	15,6	8,0	8,0	7,9
Китай (Shanghai Composite)	-50,7	-11,3	-25,7	-24,0	-20,7	-20,7	-21,2

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

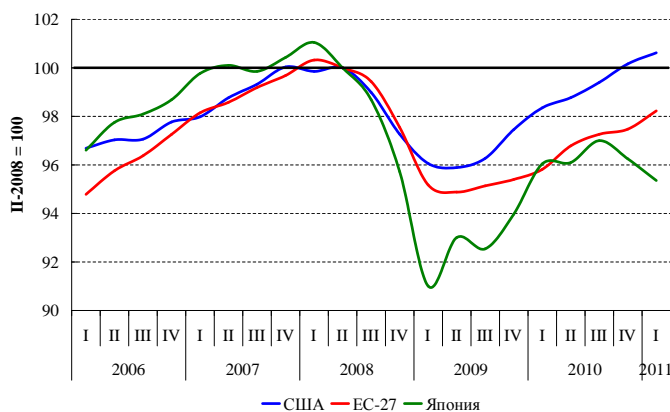
Таблица 2. Основные макроэкономические показатели по ведущим странам мира, 2007-2011, % к соответствующему периоду прошлого года

	2008	2009	2010	2010	2011	2011	
				IV	I	мар	апр
<b>Динамика ВВП, % к соответствующему периоду прошлого года</b>							
США	0.0	-2.6	2.9	2.8	2.3	-	-
ЕС-27	0.4	-4.2	1.8	2.2	2.5	-	-
Великобритания	-0.1	-4.9	1.3	1.5	1.8	-	-
Германия	0.7	-4.7	3.5	3.8	4.8	-	-
Франция	-0.2	-2.6	1.4	1.4	2.2	-	-
Япония	-1.2	-6.3	4.0	2.4	-0.7	-	-
Бразилия	5.2	-0.7	7.5	5.0	4.1	-	-
Россия	5.4	-7.9	4.0	4.5	4.1	-	-
Индия	6.4	5.7	9.5	9.1	5.5	-	-
Китай	9.6	9.2	10.3	9.8	9.7	-	-
<b>Динамика промышленного производства, % к соответствующему периоду прошлого года</b>							
США	-3.7	-11.2	5.3	6.2	5.4	5.3	5.0
ЕС-27	-1.6	-13.7	6.9	7.7	6.4	5.0	н.д.
Великобритания	-3.1	-10.1	2.4	3.7	2.7	0.7	н.д.
Германия	0.0	-16.4	10.8	12.6	12.1	10.7	н.д.
Франция	-2.8	-12.6	5.2	4.8	5.1	3.5	н.д.
Япония	-3.2	-21.2	16.1	6.7	-2.6	-13.4	-13.2
Бразилия	2.8	-7.2	10.7	3.5	2.4	2.2	0.9
Россия	0.7	-9.4	8.1	6.4	5.9	5.6	5.2
Индия	4.8	6.7	10.5	6.0	4.0	4.7	н.д.
Китай	12.9	11.2	15.5	13.5	14.1	14.5	13.3
<b>Индекс потребительских цен, % к соответствующему периоду прошлого года</b>							
США	3.8	-0.3	1.6	1.2	2.0	2.2	2.4
ЕС-27	3.7	1.0	2.1	2.5	2.9	3.1	3.2
Великобритания	3.6	2.2	3.3	3.4	4.1	4.1	4.5
Германия	2.8	0.2	1.2	1.6	2.2	2.3	2.7
Франция	3.2	0.1	1.7	1.9	2.0	2.2	2.2
Япония	1.4	-1.4	-0.7	0.1	0.0	0.0	0.3
Бразилия	5.7	4.9	5.0	5.5	6.1	6.4	6.6
Россия	14.1	11.6	6.9	8.1	9.5	9.4	9.7
Индия	8.4	10.9	12.0	9.2	9.0	8.8	9.1
Китай	5.9	-0.7	3.2	4.7	5.5	6.4	6.3
<b>Уровень безработицы, % ЭАН</b>							
США	5.8	9.3	9.6	9.6	8.9	8.8	9.0
ЕС-27	7.1	9.0	9.6	9.6	9.5	9.5	9.4
Великобритания	5.6	7.6	7.8	7.8	7.6	7.5	7.5
Германия	7.6	7.7	7.1	6.7	6.3	6.2	6.1
Франция	7.8	9.5	9.8	9.6	9.5	9.5	9.4
Япония	4.0	5.1	5.1	5.0	4.7	4.6	4.9
Бразилия	7.9	8.1	6.7	5.9	6.3	6.5	6.4
Россия	6.3	8.4	7.4	7.2	6.8	6.6	6.8
Китай	4.1	4.3	4.2	4.1	4.1	-	-
<b>Фондовые индексы, пункты</b>							
США (S&P 500)	903	1 115	1 150	1 258	1 326	1 326	1 364
ЕС-27 (Eurostoxx 50)	2 451	2 966	2 763	2 798	2 911	2 911	3 011
Великобритания (FTSE 100)	4 434	5 413	5 511	5 900	5 909	5 909	6 070
Германия (DAX)	4 810	5 957	6 316	6 914	7 041	7 041	7 514
Франция (CAC 40)	3 218	3 936	3 734	3 805	3 989	3 989	4 107
Япония (Nikkei 225)	8 860	10 546	10 018	10 229	9 755	9 755	9 850
Бразилия (Bovespa)	37 550	68 588	67 511	69 305	68 587	68 587	66 133
Россия (RTS)	632	1 445	1 547	1 770	2 044	2 044	2 027
Индия (BSE-500)	3 597	6 842	7 489	7 961	7 437	7 437	7 427
Китай (Shanghai Composite)	1 821	3 277	2 743	2 808	2 928	2 928	2 912

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

## I. Восстановление закончилось, роста не будет?

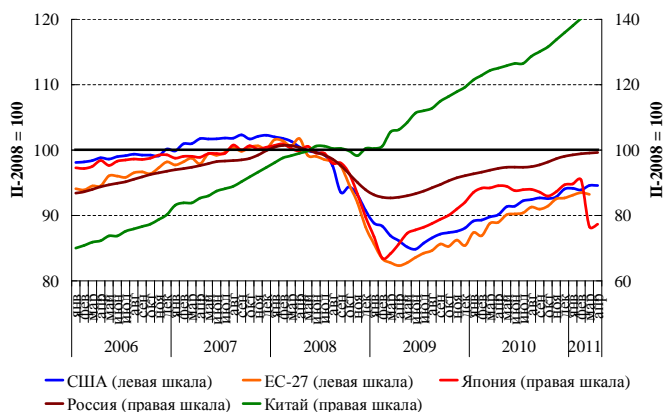
График 1. Динамика ВВП, II-2008 =100, 2006-2011



Источник: ОЭСР, Национальные статистические комитеты, оценки ИЭФ

«...в последние месяцы все четче стала проявляться тенденция к замедлению темпов роста в большинстве ведущих экономик. Отчасти это стало реакцией на постепенное сворачивание стимулирующих программ, но основным фактором является отсутствие новых драйверов роста, способных «перехватить» инициативу у госсектора...»

График 2. Динамика промышленного производства, II-2008 =100, 2006-2011



Источник: ОЭСР, Национальные статистические комитеты, оценки ИЭФ

### Новости

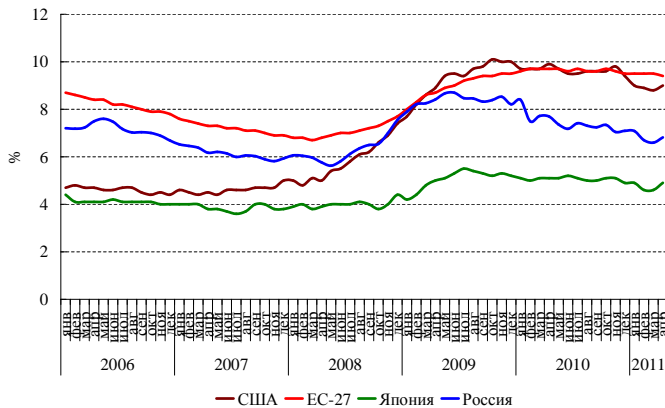
- Уровень безработицы в США в мае 2011 г. составил 9,1%, увеличившись на 0.1 п.п. по сравнению с предыдущим месяцем.
- Уровень безработицы в странах ЕС-27 в апреле составил 9,9% (остается неизменным три последних месяца).
- Объем новых промышленных заказов в странах ЕС-27 в марте 2011 г. снизился на 1,8% м/м, в основном из-за снижения заказов на товары инвестиционного назначения (на 4,8% м/м) и потребительские товары длительного пользования.

### Анализ

В середине 2008 г. мировой экономический кризис оказался для многих экспертов полной неожиданностью — за 2000-2008 гг. многие и в России, и в мире привыкли к высоким темпам роста, и было трудно представить, что буквально за два-три месяца мировая экономика может перейти в режим свободного падения. Посткризисное восстановление заняло почти два года — лишь к середине 2010 г. мировая экономика вышла на докризисные уровни, в основном благодаря сохранению высоких темпов роста в ключевых развивающихся странах, резко увеличивших государственные инвестиции в инфраструктуру, жилищное строительство и ряд других секторов. К началу 2011 г. докризисного уровня достигли и ведущие развитые экономики — США, Германия и Франция, также активно использовавшие государственные стимулы для выхода из кризиса.

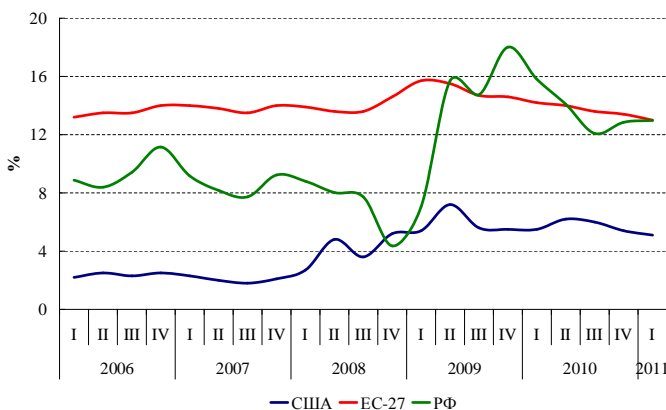
Вместе с тем, в последние месяцы все четче стала проявляться тенденция к замедлению темпов роста в большинстве ведущих экономик. Отчасти это стало реакцией на постепенное сворачивание стимулирующих программ (в автомобилестроении, жилищном строительстве и ряде других отраслей), но основным фактором текущего замедления является отсутствие новых драйверов роста, способных «перехватить» инициативу у госсектора.

В развивающихся странах основным фактором роста в 2010 г. стало наращивание госрасходов и увеличение капитальных вложений, особенно в инфраструктурные отрасли (в основном - за счет бюджетных средств) и жилищное строительство (средства населения и коммерческих инвесторов). В результате, в 2010 г. китайский строительный комплекс достиг рекордных показателей — было введено 0,83 млрд кв. м. жилья (еще 3,7 млрд кв. м. находится в стадии строительства). При этом рост цен на недвижимость превысил 6%, в ряде крупных городов он оказался выше 10%. Это, а

**График 3. Уровень безработицы в ключевых странах, % ЭАН, 2006-2011**


Источник: ОЭСР, Национальные статистические комитеты, оценки ИЭФ

«За время кризиса правительство КНР неоднократно предпринимало попытки стимулировать частное потребление (субсидирование кредитов на бытовую технику, налоговые льготы при покупке автомобильной техники и т.д.)... Однако китайским властям так и не удалось «разбудить дракона» — потребительские расходы домохозяйств в 2010 г. выросли всего на 6,2% (при росте доходов на 9,2%).»

**График 4. Норма сбережений населения, % располагаемого дохода, 2006-2011**


Источник: Национальные статистические комитеты

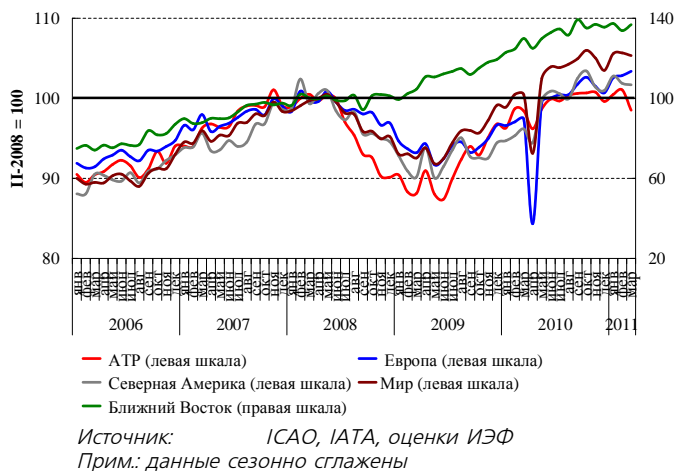
также ускорение темпов роста цен на продовольствие и топливо, вынудили китайские власти ужесточить регулирование рынка недвижимости (ограничение выдачи ипотечных кредитов и проч.), параллельно с этим начать очередную кампанию по строительству доступного жилья (в Шанхае в ближайшие годы будет построено 200 тыс. «дешевых» квартир, в Пекине — еще 200 тыс.). Влияние другого фактора «кризисного» ускорения — инвестиций в инфраструктуру — также постепенно снижается за счет окончания действий ряда программ по развитию автодорожной сети. За время кризиса правительство КНР неоднократно предпринимало попытки стимулировать частное потребление — за счет субсидирования кредитов на покупку бытовой техники и грузовых автомобилей для крестьян, льгот для малообеспеченных слоев городского населения и т.д. Однако, несмотря на все предпринятые усилия, китайским властям так и не удалось «разбудить дракона» — потребительские расходы домохозяйств в 2010 г. выросли всего на 6,2%. Фактически китайская экономика по-прежнему остается экспортно-ориентированной, а упор на развитие внутреннего рынка пока что остается больше декларацией, чем реально свершившимся фактом.

В Индии кредитный бум и рост государственных расходов привели к быстрому росту цен в производственном секторе, а начавшийся в 2010-2011 гг. рост цен на мировых сырьевом и продовольственном рынках еще больше обострили проблему обеспечения беднейших слоев населения.

Сворачивание стимулирующих программ в КНР оказывает негативное влияние и на многие развитые страны, за последние два года значительно нарастившие поставки в Китай. Так, заказы на поставку оборудования из Германии (крупнейший европейский торговый партнер КНР) на внешний рынок (за пределы ЕС-27) в марте снизились сразу на 9,5% м/м. Оживление внутреннего спроса в развитых странах происходит крайне медленными темпами — ситуация на рынке труда остается достаточно тяжелой (уровень безработицы в США в апреле-мае вновь начал расти и превысил 9%). В этих условиях население не торопится увеличивать расходы — норма сбережения за последние три года в США выросла с 2-3% до 5-6%, в странах ЕС остается на уровне 13-14%. В этих условиях прогнозы быстрого возвращения на докризисную траекторию роста, скорее всего, останутся лишь прогнозами.

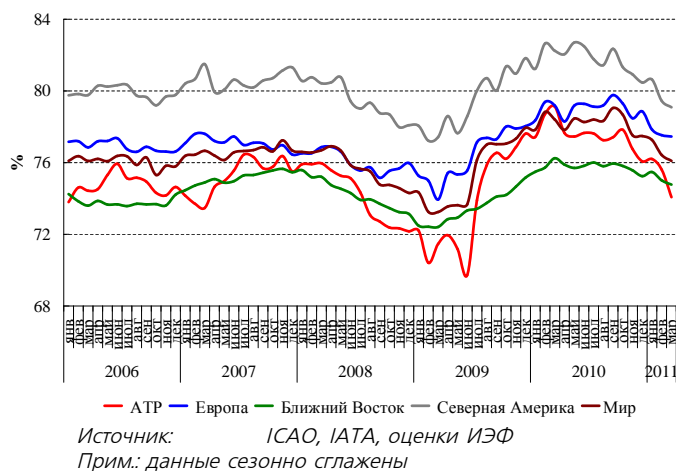
## 2. Мировая авиация: на взлете

График 5. Динамика пассажирооборота по регионам мира, II-2008 = 100, 2006-2011



«...к началу 2009 г. объем авиаперевозок сократился на 7% к предкризисным максимумам. Однако уже с середины 2009 г., на фоне улучшения экономической ситуации, началось увеличение пассажиропотока. Всего за полгода мировая авиация вернулась к докризисному уровню перевозок.»

График 6. Динамика занятости пассажирских кресел по регионам мира, II-2008 = 100, 2006-2011



### Новости

- За первые 4 месяца 2011 г. пассажирооборот мировой авиации вырос на 11,9% г/г.
- В I квартале 2011 г. крупнейшие компании отрасли получили чистый убыток в размере 0,2 млрд долл. (в основном из-за роста цен на авиатопливо).
- В России в январе-апреле пассажирооборот гражданской авиации вырос на 12,2% г/г.

### Анализ

В 2004-2008 гг. мировой авиатранспорт демонстрировал высокие темпы роста — только за 2 предкризисных года объем авиаперевозок вырос на 10%. Рост пассажиропотока наблюдался практически по всем направлениям: в развитых странах основным драйвером роста стало увеличение перевозок бюджетными авиакомпаниями (Ryanair, easyJet и др.) и развитие региональной авиации, в развивающихся — эффект низкой базы. Наиболее высокие темпы роста показывали авиакомпании стран ATP и Ближнего Востока (рост трафика на 25% за 2006-2008 гг.).

Мировой экономический кризис привел к резкому снижению деловой активности и расходов на туризм, что крайне негативно отразилось на динамике отрасли — к началу 2009 г. мировой пассажиропоток сократился на 7% к предкризисным максимумам. Наиболее высокие темпы снижения авиаперевозок отмечались в странах СНГ, Юго-Восточной Азии (из-за сокращения туристического потока) и Северной Америки.

Однако уже с середины 2009 г., на фоне улучшения экономической ситуации и роста потребительской активности, наметилась тенденция к увеличению пассажиропотока. Всего за полгода мировая авиация вернулась на докризисный уровень перевозок. Значительное снижение пассажиропотока в посткризисный период наблюдалось лишь в апреле 2010 г., когда из-за извержения вулкана Эйяфьятлайокудль в Исландии было парализовано авиасообщение в большинстве стран Западной и Центральной Европы.

Посткризисный рост пассажиропотока в странах ATP был относительно небольшим. Несмотря на быстрое восстановление рынка авиаперевозок в Индии и рост трафика в КНР (по итогам 2010 г. международный аэропорт Пекина вышел на 2 место в мире по объему пассажиропотока) относительно медленное улучшение ситуации в

Таблица 1. Прибыль публичных авиакомпаний по регионам мира, 2009-2011

	2008	2009	2010	I-2010	I-2011
<b>Всего</b>	<b>-13,8</b>	<b>-4,5</b>	<b>13,8</b>	<b>0,8</b>	<b>-0,2</b>
США	-7,9	-3,2	3,4	0,3	-0,5
Европа	-1,1	-2,8	0,9	-0,2	-0,1
АТР	-4,5	-0,5	7,2	0,5	0,3
Прочие	-0,3	1,9	2,4	0,2	0,1

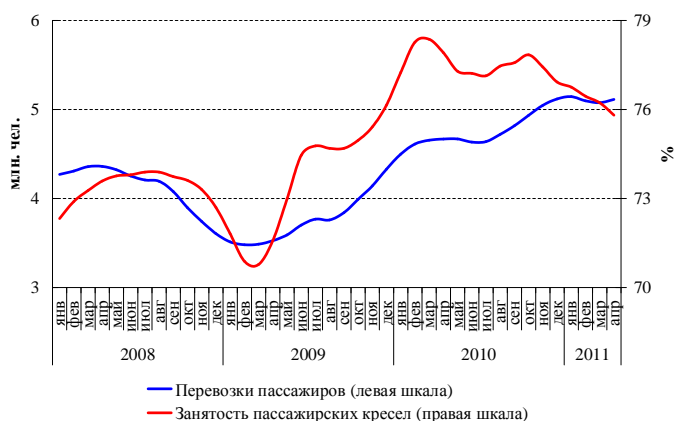
Источник: IATA, ICAO, оценки ИЭФ

Японии и ряде стран ЮВА негативно сказалось на динамике показателя по региону в целом. Единственным регионом, в котором экономический кризис 2008-2009 гг. не привел к снижению перевозок, стал Ближний Восток. Отчасти это объясняется принятыми на государственном уровне мерами господдержки (крупнейшие компании региона – Qatar Airways и Emirates – прямо или опосредованно контролируются государством). Однако во многом успех этих компаний во время кризиса объясняется изменением маркетинговой политики – агрессивным продвижением на внешние рынки, превращением базовых аэропортов в международные авиационные хабы (за 2008-2010 гг. пассажиропоток через аэропорт Дубай вырос на четверть). Как результат, темпы роста пассажиропотока в посткризисный период у компаний отрасли оказались даже выше, чем за предшествующие 3 года.

«Посткризисный рост перевозок в России был связан с увеличением пассажиропотока в Московском авиационном узле (в 2010 г. на МАУ пришлось 45% пассажиропотока) и нескольких крупных аэропортах. Таким образом, пространственная структура авиаперевозок продолжает упрощаться, в планы по развитию региональной авиации и повышению транспортной доступности остаются на бумаге»

Быстрое восстановление пассажиропотока позитивно отразилось на динамике финансовых показателей крупнейших компаний отрасли. Уже в 2010 г. прибыль публичных авиакомпаний достигла 13,8 млрд долл. (сравнимо с объемом убытков в 2008 г.), а в целом по отрасли показатель составил рекордные 16 млрд долл. Однако уже в I квартале 2011 г. многие компании зафиксировали убытки – в основном, из-за резкого увеличения стоимости авиатоплива (за январь-май цены на керосин выросли на 26%).

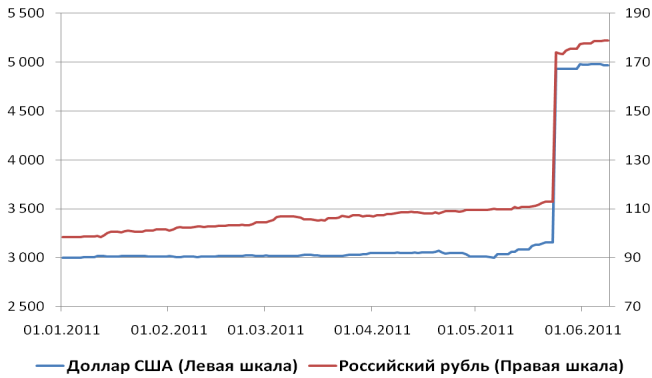
График 7. Динамика перевозок пассажиров и занятости пассажирских кресел по России, 2008-2011


 Источник: ФАВТ, оценки ИЭФ  
 Прим.: данные сезонно сглажены.

Ситуация в российской авиации во многом сходна с мировыми тенденциями последних лет. После резкого сокращения пассажиропотока в конце 2008 г., в 2009 г. началось быстрое восстановление авиаперевозок. Существенно повысилась и эффективность использования парка (процент занятых кресел на протяжении последних месяцев стабильно превышает 75-76%). Однако посткризисный рост авиаперевозок был в основном связан с увеличением пассажиропотока в Московском авиационном узле (в 2010 г. на МАУ пришлось 45% пассажиропотока) и нескольких крупных аэропортах. Таким образом, пространственная структура перевозок продолжает упрощаться (основными направлениями являются рейсы Москва-регионы и чартеры в Турцию и Египет). Планы по развитию региональной авиации и перехода от радиальной к «звездообразной» маршрутной сети так и остаются планами – в 2010 г. финансирование развития аэропортовой инфраструктуры увеличилось на целых 9%, но по-прежнему составляет менее половины от необходимых вложений.

### 3. Беларусь – на круги своя

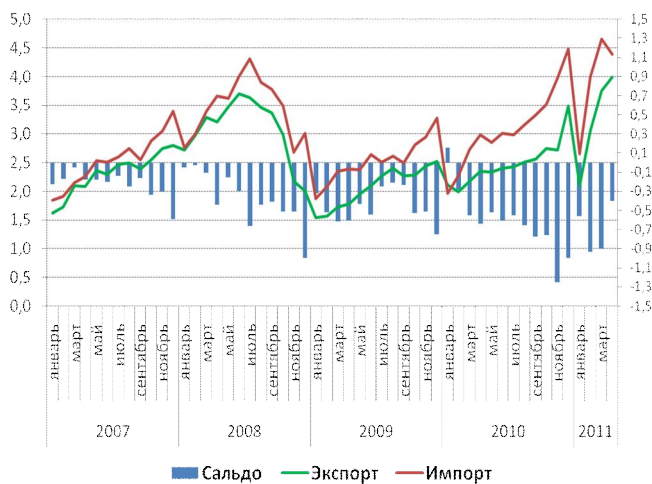
График 8. Курс белорусского рубля по отношению к доллару США и российскому рублю, 2011 г.



Источник: МВФ

«...уникальность белорусской ситуации – это девальвация на фоне экономического бума. С начала года ВВП страны вырос на 12,3% г/г, промышленное производство – на 12,9%...»

График 9. Экспорт и импорт товаров и услуг и сальдо торгового баланса, 2007-2011 гг.



Источник: МСА

«Перед президентскими выборами в ноябре и декабре на белорусов пролился настоящий золотой дождь - по сравнению с прошлым годом зарплаты в реальном выражении выросли на треть.»

#### Новости

- 23 мая 2011 г. Нацбанк Белоруссии установил новый курс белорусского рубля. С начала года средний официальный курс составлял 3032 рубля за доллар, а 24 мая американская валюта подорожала до 4930 рублей. Одномоментное повышение составило 56%, а с начала года – 64%.

#### Анализ

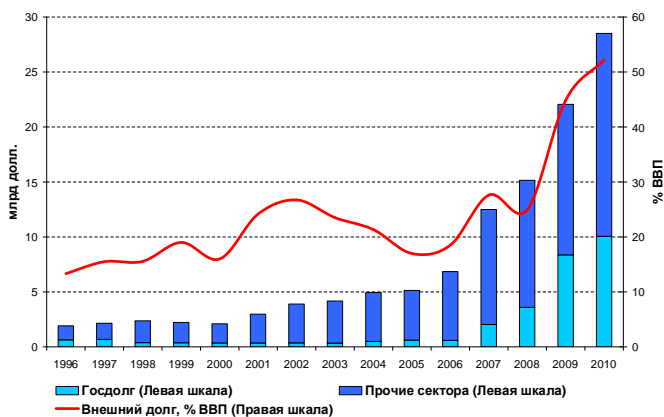
Белоруссия не первая и не последняя страна, прибегшая к девальвации для улучшения макроэкономического положения. Уникальность белорусской ситуации – это девальвация на фоне экономического бума. С начала года ВВП страны вырос на 12,3% г/г, промышленное производство – на 12,9%. Инвестиции в основной капитал увеличились на четверть, реальная зарплата – на 23%, а вслед за ней и оборот розничной торговли – на 20%.

Но рост экономики сопровождался опережающим ростом импорта. Из года в год еще с первых лет независимости Белоруссия покупает больше, чем продает. Лишь однажды, в 2005 г., на фоне очень удачной внешней конъюнктуры Белоруссии удалось получить положительное сальдо по торговому балансу. Но закрепить этот успех не удалось, и здесь действительно приложили руку российские власти, устранив явные перекосы в таможенно-тарифной политике в отношении нефти и газа. С тех пор дефицит торгового баланса стал лишь нарастать - с 2006 по 2010 гг. он вырос с \$1,5 до \$8,5 млрд. Дефицит покрывался путем привлечения в страну иностранного капитала. Прямые вложения иностранцев (ПИИ) дали 30% притока капитала в страну, причем \$2,5 из \$7,5 млрд общего объема ПИИ обеспечила лишь одна сделка – продажа половины «Белтрансгаза» «Газпрому». Но большую часть дефицита Белоруссии пришлось финансировать за счет наращивания внешнего долга, который увеличился за последние пять лет с \$6,8 до \$28,5 млрд и превысил 52% ВВП.

Разбалансированию экономики способствовали и действия властей. Перед президентскими выборами в ноябре и декабре на белорусов пролился настоящий «золотой дождь» – по сравнению с прошлым годом зарплаты в реальном выражении выросли на треть. Больше всего повезло бюджетникам, чьи зарплаты были традиционно низкими, и госслужащим, зарплаты которых, наоборот, всегда были на высоком уровне. В номинальном выражении зарплаты врачей и учителей, а также работников социальной сферы выросли на 70% (в среднем с \$260 до \$430), а в реальном выражении – более

«...главное, что дестабилизировало валютный рынок, стал масштабный рост импорта – за первый квартал он увеличился на 66%, что создало дефицит торгового баланса в 3 млрд долл. и по итогу года грозило дефицитом порядка 25% ВВП...»

**График 10. Внешний долг Республики Беларусь, млрд долл. и % ВВП, 1996-2010 гг.**



Источник: НБРБ

«По уровню зарплат страна откатилась на предвыборный уровень 2009 г., только в других ценовых пропорциях. Так что особенной экономии на трудовых издержках тоже не произойдет.»

чем в полтора раза. В сфере госуправления зарплаты выросли с \$480 до \$680, и стали одними из самых высоких по стране.

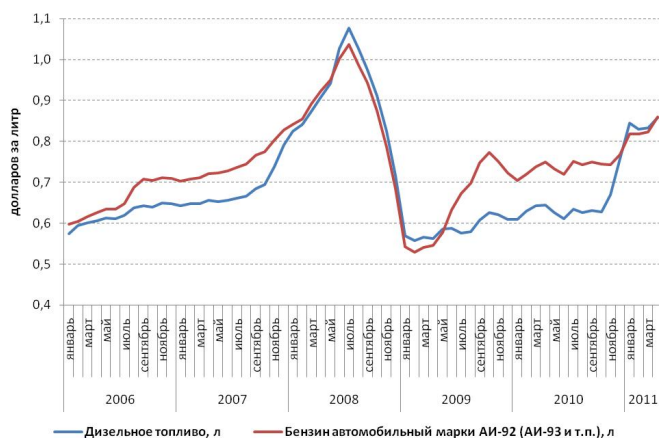
Возросшие доходы в 2011 г. сразу же отразились в увеличении и расходов, и сбережений, причем именно валютных. Примечательно, что до марта никто и не предполагал никакого кризиса. В марте, когда поползли слухи о девальвации, а Нацбанк выступил с их опровержением, население бросилось скупать валюту, и за месяц чистые покупки населения составили уже \$770 млн. А когда валюту стало невозможно купить, люди стали спасать сбережения единственно доступным способом – скупкой всего, что могло долго храниться. О необходимости девальвации независимые эксперты говорили еще в 2010 г., но конце февраля 2011 г. уже и от МВФ прозвучало предложение «о существенном понижении обменного курса». А в качестве альтернативного сценария явно политически непроходное «аннулирование недавнего повышения заработной платы». Но главное, что дестабилизировало валютный рынок, стал масштабный рост импорта – за первый квартал он увеличился на 66%, что создало дефицит торгового баланса в 3 млрд долл. и по итогу года грозило дефицитом порядка 25% ВВП.

Белоруссия попробовала жить не по средствам и ей удалось продержаться лишь несколько месяцев. Не имея возможности привлечь кредиты, в том числе из-за отказа со стороны России и скромных обещаний со стороны антикризисного фонда ЕврАзЭС, а также из-за валютного ажиотажа внутри страны, созданного самими властями, последние решились на девальвацию, хотя и весьма ограниченную.

Девальвация снизит давление на платежный баланс. Импорт, составлявший до девальвации четверть розничного оборота и инвестиций, теперь сократится. Но это лишь частично снизит дефицит – большая часть белорусской обрабатывающей промышленности работает на импортном сырье и комплектующих и именно из этого складывается основной дефицит в торговле. Нарастить же экспорт, главным образом пищевую и машиностроительную продукцию на рынки СНГ, будет сложнее. Теперь страна должна существенно пересмотреть экономическую политику. Среди условий помощи стоит приватизация на \$7,5 млрд, а это значит – многих ключевых активов страны. А вслед за ней неизбежно последует и изменение сложившихся отношений в белорусской экономике, оптимизация занятости, устранение перекрестного субсидирования. Так что в Белоруссии все только начинается.

#### 4. Бензиновая лихорадка

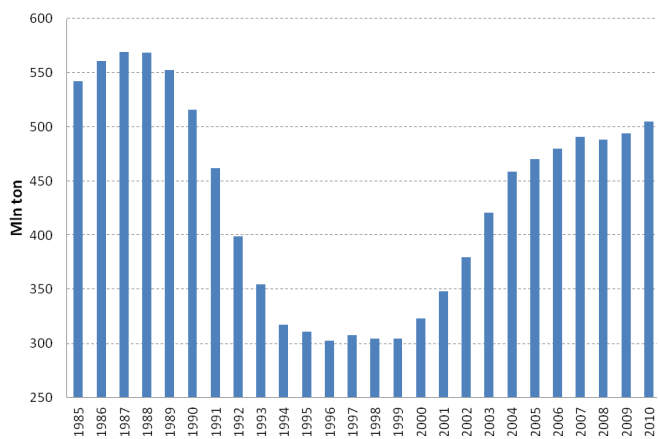
График 11. Розничные цены на бензин и дизельное топливо, 2006-2011 гг.



Источник: ФСГС

«ВИНК действительно выполнили указание президента и отпускные цены на НПЗ, а вслед за ними и в розничной сети, снизились. Но снизились не только цены ...»

График 12. Добыча нефти и газового конденсата, 1985-2010 гг.



Источник: ФСГС

«Если до 2004 г. при увеличении цены барреля нефти на 1 доллар (при цене выше 25 долл. за баррель) компания получала 60 центов (до вычета налогов), то впоследствии это цифра снизилась до 35 центов.»

#### Новости

- За первые пять месяцев розничные цены на бензин повысили на 8,9% к декабрю 2010 г. Дизельное топливо подорожало на 5,2%. В итоге средняя цена бензина АИ-92 достигла 25,17 руб. за литр.

#### Анализ

«Мы впервые вышли на уровень добычи нефти в 505 млн т в год, и это самый лучший показатель в мире: Россия сегодня занимает 1-е место в мире по добыче. Это как раз тот оптимальный объём, который покрывает и внутренние, и экспортные потребности» - так охарактеризовал премьер-министр России В. Путин состояние нефтяной индустрии, проводя в начале февраля 2011 г. совещание по итогам развития топливно-энергетического комплекса.

Как не удивительно, но спустя лишь два месяца в России в ряде регионов возник дефицит бензина, а потом и вовсе положение стало походить на масштабный бензиновый кризис, в результате которого Министерство энергетики (Минэнерго) даже анонсировало полный запрет на экспорт бензина из РФ, а Федеральная антимонопольная служба заочно обвинила российские вертикально интегрированные компании (ВИНК) в сговоре и пообещало очередную волну расследований и штрафов.

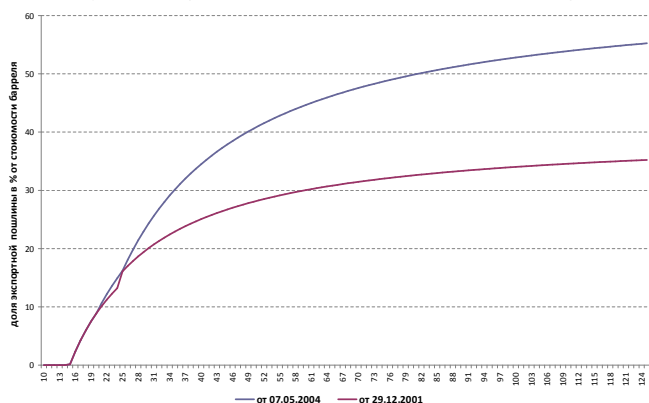
В феврале В. Путин прибегнул к уже хорошо освоенному им механизму ручного управления экономикой, практически директивно указав на диапазон снижения отпускных цен на топливо. ВИНК действительно выполнили указание президента и отпускные цены на НПЗ, а вслед за ними и в розничной сети, снизились. Но снизились не только цены — постепенно стали снижаться и объемы поставок бензина на внутренний рынок. В итоге сезонный рост спроса на бензин в апреле не был обеспечен соответствующим объемом поставок.

У апрельского бензинового кризиса долгая предыстория. Рост цен на нефть на мировых рынках в 2003-2004 гг. привел к значительному изменению условий для основных участников рынка — компаний и государства, и актуализировал необходимость пересмотра системы налогообложения нефтяной отрасли и, в первую очередь, механизма перераспределения нефтяной ренты в значительной мере в пользу государства.

Основным инструментом изъятия стала экспортная пошлина, которая была существенно увеличена. В итоге, стоимость нефти на внутреннем рынке оказалась прочно привязана к мировой стоимости. И компании стали руководствоваться принципом равнодоходности экспортных поставок сырой

*«...Падение мировых цен на нефть и, соответственно, нефтепродукты в 2008-2010 гг. существенно сократили привлекательность экспорта. В итоге компании стали переориентировать свои внешние поставки на растущий внутренний рынок...»*

**График 13. Изъятия в бюджет через экспортную пошлину на нефть в зависимости от цены нефти**



Источник: МЭР, оценка ИЭФ

*«сокращение поставок прошло практически по всей цепочке. В апреле добыча нефти сократилась по сравнению с мартом на 3%, сокращение объемов переработки составило уже 4,2%. В итоге производство бензина в апреле снизилось на 12,8%, а его отпуск с НПЗ сократился на 8%...»*

нефти (за вычетом экспортной пошлины) и поставок на внутренний рынок для дальнейшей переработки. Это в значительной мере предопределило и ценообразование на внутреннем рынке нефтепродуктов.

Падение мировых цен на нефть и, соответственно, нефтепродукты в 2008-2010 гг. существенно сократили привлекательность экспорта. В итоге компании стали переориентировать свои внешние поставки на растущий внутренний рынок. Так если в 2007 г. экспортные поставки бензина составляли 6 млн тонн, то в 2010 г. они снизились до 3 млн тонн.

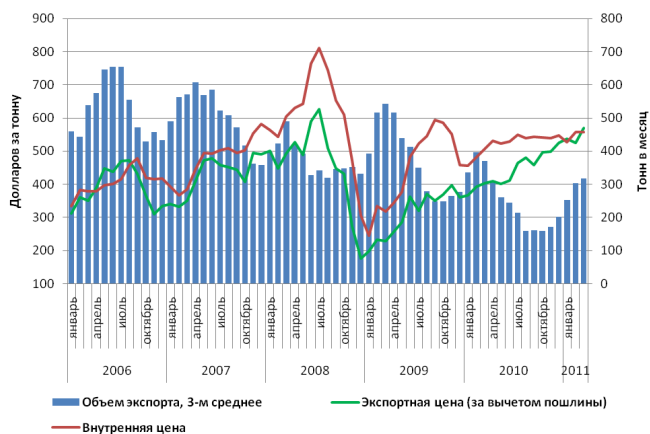
Новый виток роста нефтяных цен, начиная с ноября 2010 г., привел к тому, что поставки на экспорт стали вновь весьма прибыльны и компании постепенно стали наращивать физические объемы экспорта бензина. А с первого января 2011 г. вступили в силу и новые технические регламенты на топливо, которые запрещали оборот неэкологичных видов топлива (Евро-2). Несмотря на то, что решение о введении новых регламентов было принято три года назад, далеко не все российские нефтяные компании, включая государственную «Роснефть» (в итоге компания была вынуждена приобретать топливо стандарта Евро-3 у сторонних поставщиков), смогли адекватно подготовиться к их вводу. В целом же на рынке возник определенный дефицит. Восполнять же дефицит компании не стремились уже по экономическим причинам. С одной стороны с начала года были повышены акцизы на топливо, что, несомненно, должно было отразиться в конечной цене, с другой – по личному указанию Председателя Правительства компании должны были заморозить цены. И если на февральском совещании прилюдно возразить В. Путину никто не мог, то молчаливыми действиями по сокращению оптовых отгрузок топлива на внутренний рынок ответили многие компании.

Причем сокращение поставок прошло практически по всей цепочке. В апреле добыча нефти сократилась по сравнению с мартом на 3%, сокращение объемов переработки составило уже 4,2%. В итоге производство бензина в апреле снизилось на 12,8%, а его отпуск с НПЗ сократился на 8%. При этом в апреле спрос сезонно возрастал, и, чтобы его удовлетворить, оптовые операторы были вынуждены на четверть сократить запасы. Но, с учетом несбалансированности по запасам, в ряде регионов возник серьезный дефицит топлива.

Ответной мерой государства стало увеличение на треть экспортной пошлины на бензин, которая в итоге составила 90% от пошлины на сырую нефть, и неформальным требованием ограничить экспортные поставки. В тоже время внутренние цены возросли, что стало определенной победой

«ВИНК получили право на повышение цен на внутреннем рынке, что, безусловно, благоприятно отразится на показателях их деятельности, но, одновременно, усилит инфляционное давление в ряде секторов, в первую очередь на транспорте и розничной торговле. Но это может привести к ускорению потребительской инфляции..»

**График 14. Экспорт бензина, внутренние оптовые цены на бензин и экспортная цена за вычетом пошлины**



Источник: ФСГС, оценка ИЭФ

«Бензиновый кризис показал, что без кардинального пересмотра действующей схемы налогообложения отрасли внутренний рынок будет неразрывно связан с внешним рынком и потому топливные кризисы, подобно апрельскому, с большой вероятностью могут повториться.»

компаний в споре с государством. Итоги бензинового кризиса в краткосрочной и среднесрочной перспективе, несмотря на всеобщее внимание к этой проблеме внутри России, будут иметь ограниченные последствия.

С одной стороны, наиболее значимый итог, состоит в том, что государство приняло верное решение и не ввело полный запрет на экспорт бензина. Для нефтяных компаний это бы привело к сокращению экспортных доходов на сумму порядка 2 млрд долл. и потере ряда внешних рынков. Текущее повышение пошлины является временной мерой и, по мере стабилизации внутреннего положения, она будет отменена. Поэтому в целом интересы компаний на внешних рынках существенно ущемлены не будут.

Временное сокращение экспорта бензина практически никак не отразится на динамике общей стоимости российского экспорта и, соответственно, не окажет никакого влияние на валютный рынок. Экспорт бензина составляет лишь 0,6% от общего российского экспорта, поэтому даже полное его прекращение не приведет к значимым последствиям в сфере текущего счета.

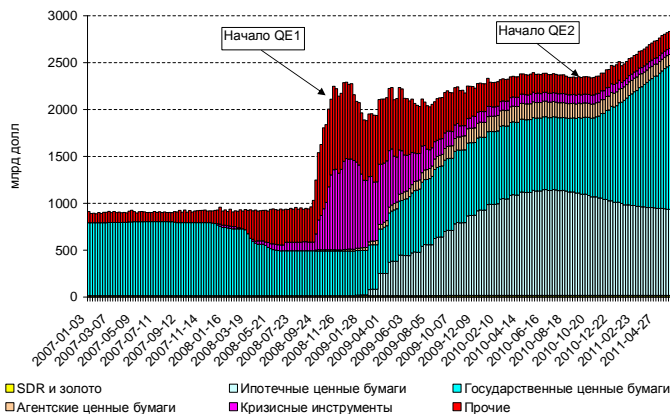
В тоже время ВИНК получили право на повышение цен на внутреннем рынке, что, безусловно, благоприятно отразится на показателях их деятельности, но, одновременно, усилит инфляционное давление в ряде секторов, в первую очередь на транспорте и розничной торговле. Но это может привести к ускорению потребительской инфляции на 0,5 п.п.

Но долгосрочные последствия могут оказаться более значимыми. Бензиновый кризис показал, что без кардинального пересмотра действующей схемы налогообложения отрасли внутренний рынок будет неразрывно связан с внешним рынком и потому топливные кризисы, подобно апрельскому, с большой вероятностью могут повториться. А директивный подход помогает только гасить кризисные ситуации, но не предупреждать их.

Возможно, теперь изменения затронут не только фискальную сферу, как это планировалось ранее, но и корпоративную структуру рынка нефтепереработки. Среди рассматриваемых Правительством мер по стабилизации внутренних цен на нефть стало предложение о покупке государственной компанией «Роснефтегаз» крупного независимого НПЗ, который смог бы играть значимую роль в формировании внутренних цен и балансировании предложения. Соответственно в перспективе может состояться крупная сделка по продаже. Но пока это лишь предварительное предложение, за которым видится много сложностей, главная из которых — способность этого НПЗ адекватно влиять на рынок.

## 5. Что принесет окончание QE2?

График 15. Динамика активов ФРС США, 01.01.2007 – 01.06.2011



Источник: ФРС, расчеты ИЭФ

### Новости

- 25 ноября 2008 года ФРС США в условиях финансового кризиса начала программу количественного ослабления в размере до 600 млрд долл. США (QE1).
- 18 марта 2009 года ФРС США объявила о расширении QE1 до 1,45 трлн долл. США
- 27 августа 2010 года председатель ФРС Б. Бернанке объявил о начале новой программы количественного ослабления (QE2) в размере до 600 млрд долл. 3 ноября 2010 года программа QE2 была фактически начата.

### Анализ

Одним из основных факторов неопределенности, который будет довлеть над рынками в ближайшие недели, станет вопрос о продолжении политики количественного ослабления, так называемого QE2. Хотя сам термин «количественное ослабление» можно понимать по-разному, обычно под ним подразумевают различные формы ослабления монетарной политики и предоставления ликвидности, которые используют центральные банки в условиях нулевых процентных ставок.

Основной целью политики «количественного ослабления» является стимулирование экономической активности за счет снижения долгосрочных процентных ставок. Конкретная форма QE2 – покупка казначейских облигаций на баланс ФРС. С начала действия программы по июнь 2011 года было выкуплено около \$690 млрд, что привело к дальнейшему расширению баланса ФРС, и, соответственно, денежной базы.

К настоящему времени ФРС в рамках программы QE2 выкупила около 683 млрд долл. казначейских облигаций, причем свыше 65% покупок приходится на среднесрочные бумаги со сроком погашения от 4 до 7 лет. Основные положительные эффекты воздействия QE2 связаны с воздействием на среднесрочные процентные ставки, которые имеют большое значение для фондирования основной части корпоративного сектора. Изменение структуры госдолга по срокам обращения меняет кривую процентных ставок для частных заемщиков. Сразу после начала программы среднесрочные и долгосрочные процентные ставки выросли (см. График 16), однако это в значительной степени было связано с положительным восприятием перспектив американской экономики финансовыми рынками, нежели эффектом самой программы. Однако впоследствии ставки стабилизировались на достаточно низком уровне. С точки зрения воздействия на ожидания эффект воздействия программы QE2 был достаточно положительным.

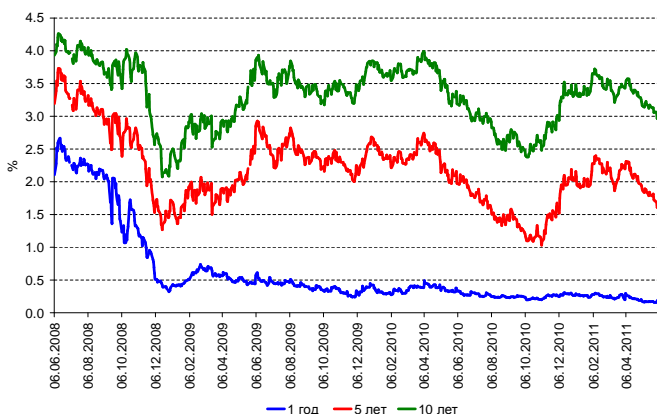
Основные опасения относительно такой политики

Таблица 3. Покупка казначейских облигаций ФРС США с разными сроками погашения, по состоянию на 03/06/2011

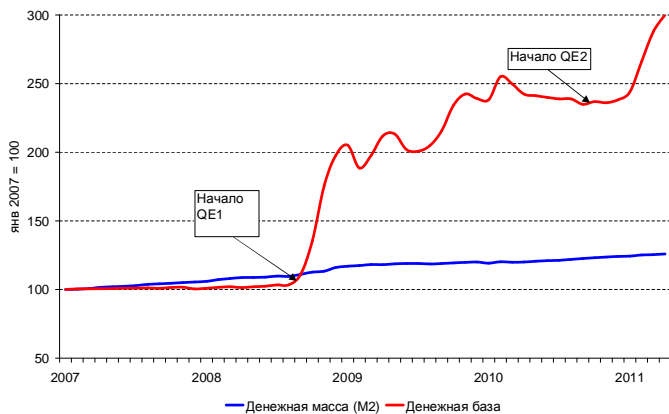
Период обращения	Объем покупок, млрд долл	%
1,5 - 2 года	37	5%
2,5 - 4 года	140	20%
4-7 лет	294	43%
7 - 10 лет	160	23%
10-17 лет	18	3%
17-30	34	5%
Всего	683	100%

Источник: Federal Bank of New York, расчеты ИЭФ

График 16. Динамика доходности казначейских облигаций США с разными сроками обращения, 06/06/2008 – 03/06/2011

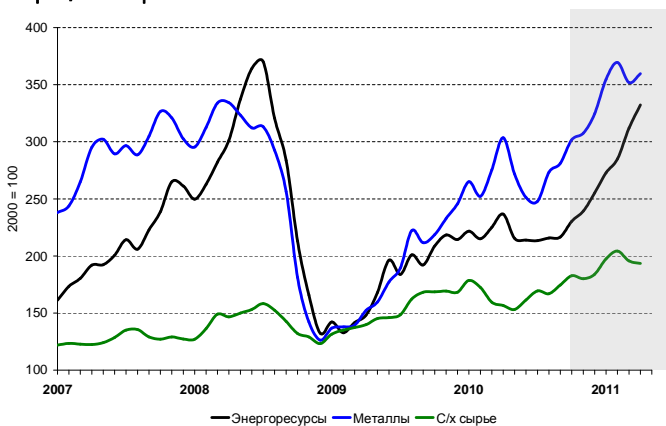


Источник: ФРС

**График 17. Динамика денежной базы и денежной массы (M2) США, январь 2007 – май 2011**


Источник: ФРС, расчеты ИЭФ

*«Завершение QE2 не приведет к падению цен на сырье ... QE2 оказала положительное влияние, однако ее завершение не приведет к катастрофе на финансовых рынках»*

**График 18. Динамика индексов на сырьевые товары, январь 2007 - май 2011**


Источник: Всемирный банк

связаны с рядом ее последствий. Потенциально негативным эффектом может стать рост потребительской инфляции. Однако расширения спроса на деньги, даже в условиях бурного роста денежного предложения, не происходит, а инфляционные ожидания остаются на низком уровне. Более того, ФРС имеет сильный инструмент, который напрямую влияет на мотивы и возможность банков трансформировать избыточные резервы в рост кредитования – проценты, уплачиваемые на резервы. Мы полагаем, что в текущих условиях воздействие политики «количественного ослабления» на инфляцию США невелико, и ни о какой гиперинфляции, в связи с ростом денежного предложения, не может быть и речи.

Другой вопрос касается цен на другие финансовые активы. Ряд аналитиков предполагает, что именно действие программы QE2 стало важным драйвером роста финансовых рынков в 2011 году. Потенциально замещение казначейских бумаг в портфелях частного рынка способно оказывать влияние на цены на другие финансовые активы.

Еще при объявлении о начале программы второго количественного ослабления Б. Бернанке сообщил, что программа должна завершиться в июне. В последних выступлениях, в том числе и на пресс-конференции, глава ФРС вновь подтвердил необходимость завершения программы. Поэтому появление некоторого аналога QE3 возможно лишь при существенном ухудшении макроэкономической динамики.

Завершение QE2 не приведет к резкому всплеску процентных ставок. Ожидание относительно будущей динамики экономики США, а также инфляции имеет гораздо большее значение для будущей динамики ставок. Это показал и период функционирования программы QE2. В условиях слабой макроэкономической динамики, а также низкого уровня роста потребительских цен процентные ставки будут оставаться на текущем уровне 2,75-3,0%.

Завершение QE2 не приведет к падению цен на сырье. Влияние QE2 на цены других финансовых активов есть, но оно носит опосредованный характер. Более того, масштабы программы не так велики в масштабах глобальных рынков. Завершение программы будет означать лишь то, что ФРС прекращает покупку дополнительных бумаг, но не означает, что она начинает продажу тех бумаг, которые уже находятся на ее балансе. Поэтому завершение программы будет означать, что совокупные активы ФРС, достигающие в настоящее время около \$2,7 трлн, будут сохраняться на этом уровне. В целом, можно сказать, что QE2 оказала положительное влияние, однако ее завершение не приведет к катастрофе.

Институт энергетики и финансов

101000, Москва  
Архангельский переулоч, д. 6, стр. 1  
[www.fief.ru](http://www.fief.ru)  
+7 495 787 74 51

Руководитель экономического департамента  
Марсель Салихов  
[m\\_salihov@fief.ru](mailto:m_salihov@fief.ru)

Завсектором экономического департамента  
Сергей Кондратьев  
[s\\_kondratiev@fief.ru](mailto:s_kondratiev@fief.ru)

Старший эксперт  
Сергей Агибалов  
[s\\_agibalov@fief.ru](mailto:s_agibalov@fief.ru)

Institute for Energy and Finance

Arkhangelsky pereulok., 6  
Moscow, 101000, Russia  
[www.fief.ru](http://www.fief.ru)  
+7 495 787 74 51

Head of economic department  
Marcel Salikhov  
[m\\_salihov@fief.ru](mailto:m_salihov@fief.ru)

Head of sector, economic department  
Sergey Kondratiev  
[s\\_kondratiev@fief.ru](mailto:s_kondratiev@fief.ru)

Senior expert  
Sergey Agibalov  
[s\\_agibalov@fief.ru](mailto:s_agibalov@fief.ru)