

# Мониторинг мировой экономики #3 (октябрь '12)

## 5 тезисов о том, что произошло за последний месяц

1. Очередная программа количественного ослабления от ФРС США, также известная как QE3, начала «работать» лишь в середине октября. Именно с этого времени началась фактическая покупка ипотечных бумаг на баланс ФРС в обозначенных масштабах (\$40 млрд.). До этого времени воздействие QE3 на рынки были связаны с изменением *ожиданий* относительно будущих действий ФРС. Мы полагаем, что предельная эффективность QE с точки зрения объявленных целей быстро снижается, зато увеличиваются побочные эффекты – воздействие на сырьевые цены и потоки капитала на финансовые рынки других стран.
2. Данные Fiscal Monitor от МВФ, опубликованного в октябре, показывают, что *фактические масштабы бюджетной консолидации в развитых странах остаются небольшими.* Основное ужесточение бюджетной политики вновь откладывается на будущее – 2013 год и позже. Расчеты экономистов Фонда показывают, что возможно это связано с тем, что размеры краткосрочных бюджетных мультипликаторов в нынешних условиях являются гораздо больше, чем обычно предполагается. Это означает, что сокращение госрасходов имеет гораздо более сильный эффект на экономический рост.
3. *Продолжается «бюджетная накачка» в ряде крупных развивающихся стран,* а именно в Китае, Бразилии и Южной Корее. В КНР стимулирующий пакет в общей сложности превысит 1,8 трлн долл., в Бразилии – 60 млрд долл., в Южной Корее – 5,2 млрд долл. Основными бенефициарами станут отрасли инвестиционного цикла и автомобилестроение.
4. *Мировая инфляция продолжает расти за счет вклада развитых стран.* Однако ускоренный рост цен практически полностью объясняется удорожанием энергоресурсов. Показатели базовой инфляции остаются стабильными, что дает возможность экспериментировать с «нетрадиционными» мерами денежной политики. Ужесточение ДКП в некоторых развивающихся странах, в том числе и в России, будет способствовать притоку капитала и укреплению их валют в течение 2-3 кварталов.
5. *Пик циклического замедления мирового ВВП был пройден в третьем квартале.* Темпы роста ВВП ускорятся в 4кв12 в большинстве развивающихся экономик, особенно в Бразилии и КНР, где позитивный вклад в рост экономики внесут стимулирующие программы, а также в США и Японии. Рецессия в ЕС продолжается. Однако долгосрочные проблемы – высокий уровень закредитованности в развитых странах, ориентация развивающихся стран на экспортные рынки, слабая динамика инвестиций в основной капитал – никуда не делись. Это, а также ожидаемая бюджетная консолидация в США и еврозоне приведут к тому, что рост мировой экономики в 2013 году останется на низком уровне.

Институт энергетике и финансов  
101000, Москва  
Архангельский переулок, д. 6, стр. 1  
7 495 787 74 51

[www.fief.ru](http://www.fief.ru)

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

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

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

Виктор Курилов  
[v\\_kurilov@fief.ru](mailto:v_kurilov@fief.ru)

# #1. QE с точки зрения реальной ликвидности начался только в октябре

## Основные тенденции

■ С сентября объявлено о начале новых масштабных программ количественного ослабления денежно-кредитной политики в США, Европе и Японии. Однако фактической покупки активов со стороны ФРС США и ЕЦБ не происходило до недавнего времени.

■ Одним из «реальных» элементов (т.е. не только воздействующих на ожидания) программы QEЗ является покупка ипотечных бумаг (MBS) на баланс ФРС в размере \$40 млрд в ежемесячно, до тех пор пока ситуация на рынке труда не улучшится существенным образом. Однако фактическая покупка бумаг в обозначенных масштабах началась лишь во второй половине октября. До этого времени портфель MBS на балансе ФРС *сокращался*.

■ Программа ЕЦБ по поддержке рынка гособлигаций периферийных стран начнется только в том случае, если страна обратится за финансовой поддержкой в МВФ (этого пока не произошло). Поэтому дополнительного предоставления ликвидности по этому каналу не происходит. Снижение процентных ставок для стран еврозоны произошло из-за того, что неопределенность относительно будущих интервенций ЕЦБ *снизилась*.

■ Таким образом, существенного увеличения ликвидности по причине *действий* ФРС и ЕЦБ не произошло. Основной эффект на финансовые рынки оказывает изменение ожиданий относительно более активных действиях центральных банков и *в расчете на будущую ликвидность*. Эффект ожиданий уже в значительной степени «отыгран», но начало действий в форме дополнительного фактического притока ликвидности еще окажет свое воздействие на рынки.

■ Основные каналы действия программ количественного ослабления – а) кредиты б) рынок облигаций в) валюта г) рынок акций д) инфляционные ожидания.

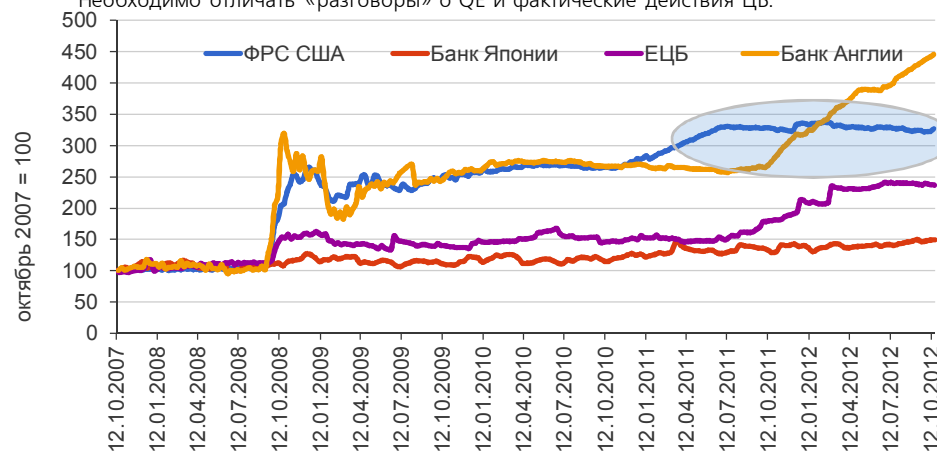
■ Наш анализ показывает, что программы количественного ослабления оказывают воздействие на финансовые рынки, однако предельная их эффективность с точки зрения воздействия на реальную экономику быстро сокращается.

## Объем ипотечных ценных бумаг на балансе ФРС США



## Балансы ЦБ США, Еврозоны, Японии и Великобритании

В течение 2012 года балансы ФРС США, ЕЦБ и Банка Японии остаются на стабильных уровнях, агрессивное ослабление продолжает лишь Банк Англии. Необходимо отличать «разговоры» о QE и фактические действия ЦБ.

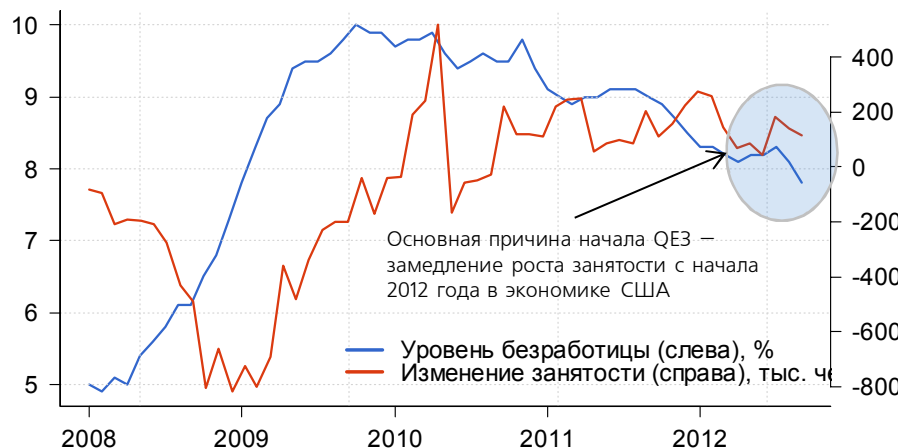


# #1 – I. Прямой эффект от QE для экономики США становится все меньше ...

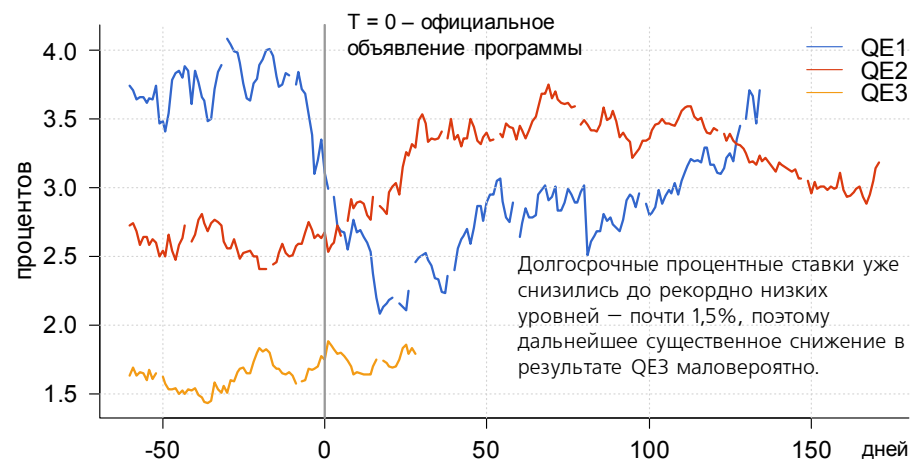
## Основные тенденции

- Идея QE – воздействие на реальную экономику через финансовые каналы. Однако воздействие на сам финансовый сектор происходит с уменьшающейся эффективностью.
- К примеру, долгосрочные процентные ставки США по госдолгу уже находятся на минимальных уровнях и снизились на 2-3 п.п. по сравнению со временем запуска QE1 и QE2. Американский фондовый рынок находится на максимальных уровнях за последние 5 лет и времен начала программ QE. Пока QE3 не привело к заметному росту S&P 500.
- Слабый эффект на финансовые рынки ожидаемо приводит к слабому воздействию на реальную экономику. Эффективность программ QE быстро снижается.

## Уровень безработицы и изменение занятости в США



## Доходность 10-летних облигаций - до и в период действия QE



## Изменение индекса S&P - до и в период действия программы QE



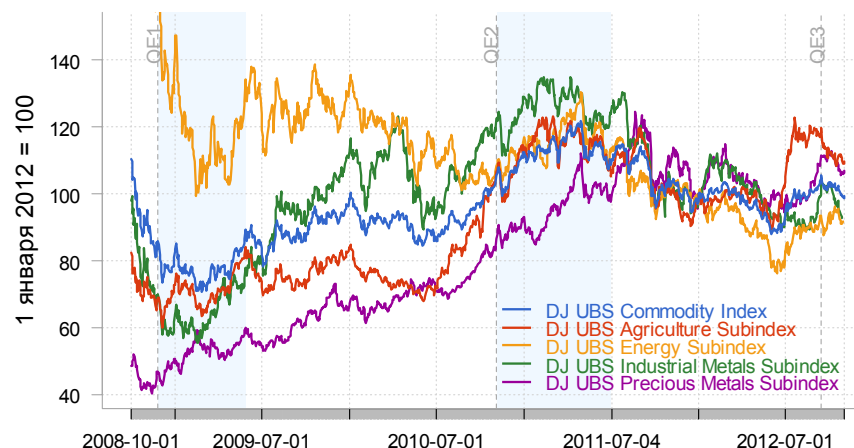
QE1 начинался, когда индекс S&P находился ниже 900 пунктов, QE2 – ниже 1200, QE3 – выше 1400. Пока серьезного роста индекса - за 1,5 месяца после официальной презентации программы – не произошло

# #1–2. ... зато увеличиваются косвенные эффекты – притоки на EM рынки и рынки сырьевых товаров

## Основные тенденции

- Программы QE, как и любое «лекарство», имеет побочные эффекты. Для США основным побочным эффектом является *рост сырьевых цен, а также стимулирование финансовых рынков других стран.*
- Рост мирового фондового рынка в последние годы тесно связан расширением баланса ФРС. В особенности, этот эффект заметен для развивающихся стран.
- В сентябре-октябре начался активный приток капитала на развивающиеся рынки, которые могут предложить более привлекательные условия в соотношении риск/доходность, чем рынки развитых стран.

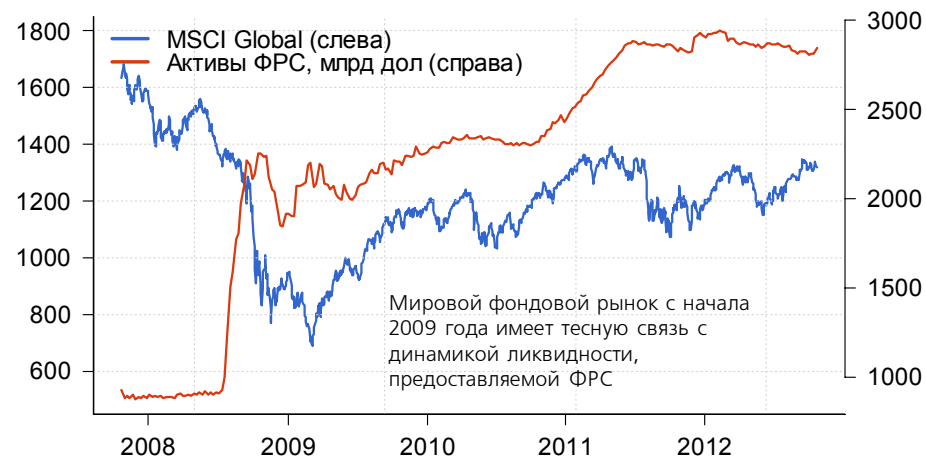
## Динамика стоимости сырьевых товаров в периоды действия QE



## Приток капитала на развивающиеся рынки



## Мировой фондовый рынок и активы ФРС



## #2. Бюджетная консолидация развитых стран – все еще впереди ...

### Основные тенденции

▪ Одним из главных элементов текущей дискуссии в области экономической политики является необходимость бюджетной консолидации. Государственные расходы большинства стран сильно выросли после кризиса и остаются на крайне высоких уровнях. Неготовность долговых рынков финансировать большие дефициты стала реальностью, однако «слабая экономика» не дает проводить эффективную консолидацию бюджетного сектора.

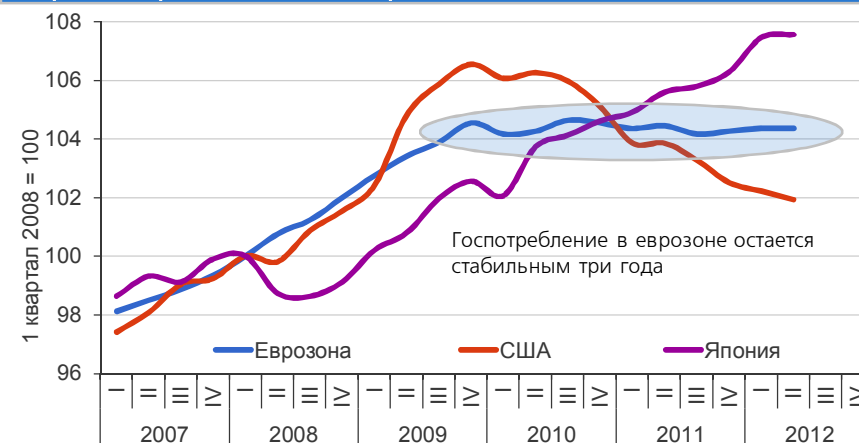
▪ Однако *реальное сокращение госпотребления в развитых странах еще только начинается*, причем в Европе уровень госрасходов в реальном выражении не сокращается, а в Японии – растет (в основном, после аварии на АЭС Фукусима).

▪ Долговой кризис еврозоны в значительной степени связан с избыточным долгом государственного сектора и необходимостью оптимизировать госрасходы. Однако единственной из стран PIIGS, которая проводит успешную бюджетную консолидацию, является Ирландия. Все остальные страны только начинают сокращение расходов. Основной причиной социальных протестов в этих странах является экономический спад, а не реальное сокращение госрасходов.

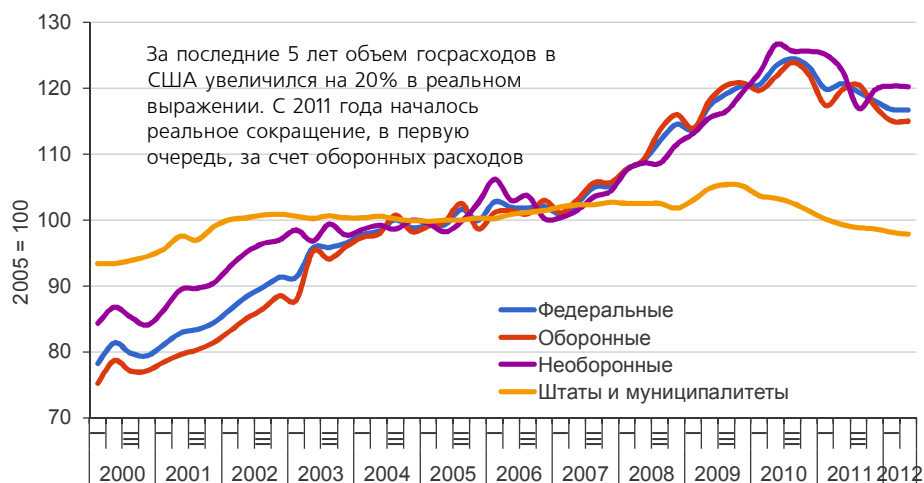
▪ Все это означает, что шок, связанный с сокращением государственных расходов в странах еврозоны, еще впереди, и будет реализоваться в рамках бюджетного процесса 2013-2014 годов.

▪ Основные опасения в длительной перспективе связаны с необходимостью масштабной бюджетной консолидации в США и Японии

### Динамика государственных расходов развитых стран в реальном выражении



### Динамика государственных расходов США по категориям

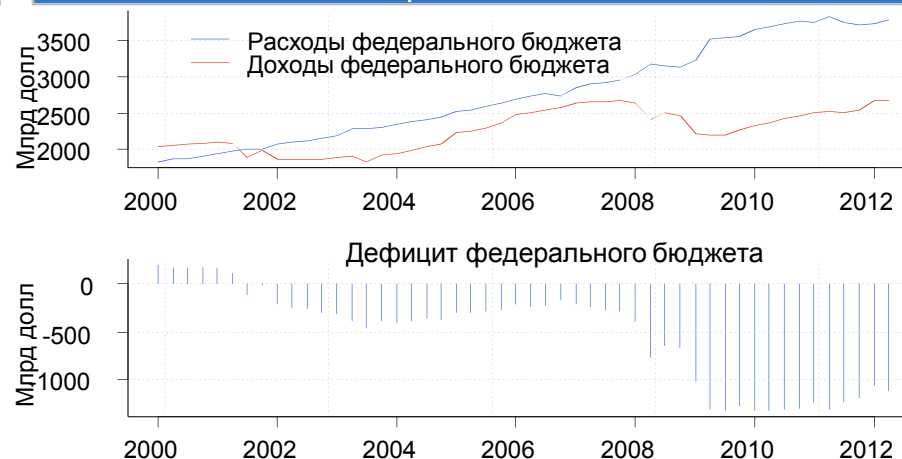


# #2–1. Бюджетный сектор США: есть прогресс, но впереди тяжелые решения

## Основные тенденции

- Основной угрозой в краткосрочном периоде является одновременное сокращение расходов при повышении налогов (истечение срока действия налоговых льгот, введенных при Дж. Буше). Это должно резко сократить дефицит федерального бюджета, но привести к краткосрочному спаду в 2013 году.
- Неопределенность относительно бюджетной стратегии усиливает политический фактор. Б.Обама и М.Ромни имеют полностью противоречащие друг другу взгляды о том, как надо реформировать бюджетную политику США.
- Мы полагаем, что объявленная бюджетная стратегия М.Ромни мало реалистична - массовое сокращение налогов не приведет к взрывному экономическому росту, даже если это и означает некоторое увеличение долгосрочных темпов.

## Доходы и расходы федерального бюджета США (в годовом выражении)

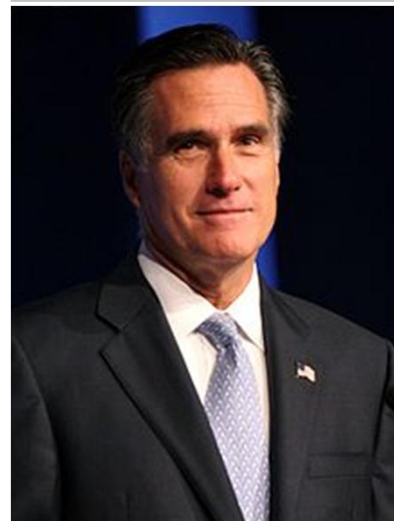


## Бюджетная стратегия Барака Обамы



- Повышение налогов для домохозяйств с доходом свыше \$250 тыс./год
- Дополнительное повышения для домохозяйств с доходом свыше \$1 млн (Buffet Rule)
- Снижение налогов для домохозяйств с доходом меньше \$50 тыс. /год
- Предоставление дополнительных налоговых стимулов при найме новых сотрудников
- Сокращение расходов на оборону
- Увеличение расходов на образование, НИОКР, инфраструктуру

## Бюджетная стратегия Митта Ромни



- Общая философия: расширение налоговой базы, сокращение вычетов и льгот, расчет на экономический рост после снижения налогов
- Снижение предельной ставки налогов для всех домохозяйств на 20%
- Отмена налога на наследство
- Снижение корпоративного налога на прибыль до 25%
- Отмена альтернативного минимального налога (АМТ)
- Сокращение численности федеральных работников на 10%

## #2–2. Споры о размере бюджетных мультипликаторов разгораются с новой силой ...

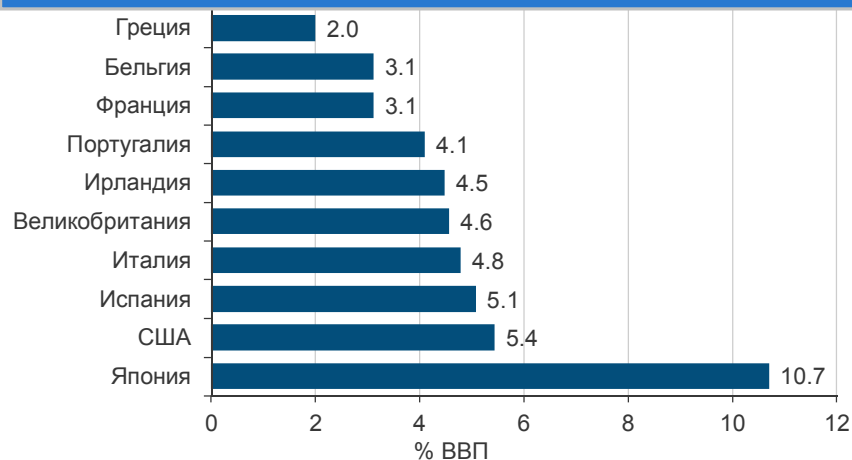
### Основные тенденции

- В последнем обзоре World Economic Outlook от МВФ, опубликованном в октябре, содержится небольшая заметка (стр. 41-43) главного экономиста Фонда О. Бланшара и его коллеги Д.Ли по поводу размеров бюджетных мультипликаторов "Are We Underestimating Short-Term Fiscal Multipliers?". Расчеты экономистов Фонда показывают, что размеры краткосрочных бюджетных мультипликаторов с 2009 года находятся в пределах 0,9-1,7.
- Почему теоретическая дискуссия о размерах мультипликаторов важна с точки зрения понимания будущей экономической динамики? Потому, что значения мультипликаторов используются для оценки последствий решений бюджетной политики, в том числе сокращения государственных расходов.
- Если значения мультипликаторов действительно больше 1, то это означает, что сокращение госрасходов на 1% ВВП приведет к снижению ВВП более чем на 1%. Чем меньше значение мультипликатора, тем менее «чувствительной» является бюджетная консолидация для экономики. Возможно, именно эти результаты объясняют зафиксированное нами слабый прогресс фактической консолидации в развитых странах.
- В целом, это означает, что в отношении развитых стран МВФ все больше выступает не за агрессивную консолидацию и резкое сокращение госрасходов, а за сильно растянутое во времени сокращение объемов чистой задолженности.

### Планы по бюджетной консолидации и ошибка в прогнозе роста ВВП



### Необходимые размеры бюджетной консолидации для стабилизации Долг/ВВП после 2012 года

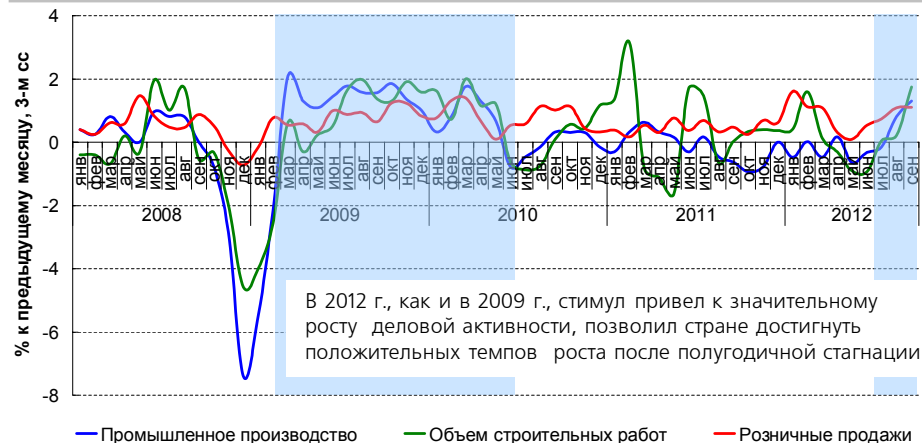


# #3. Бюджетный стимул развивающихся стран начинает действовать

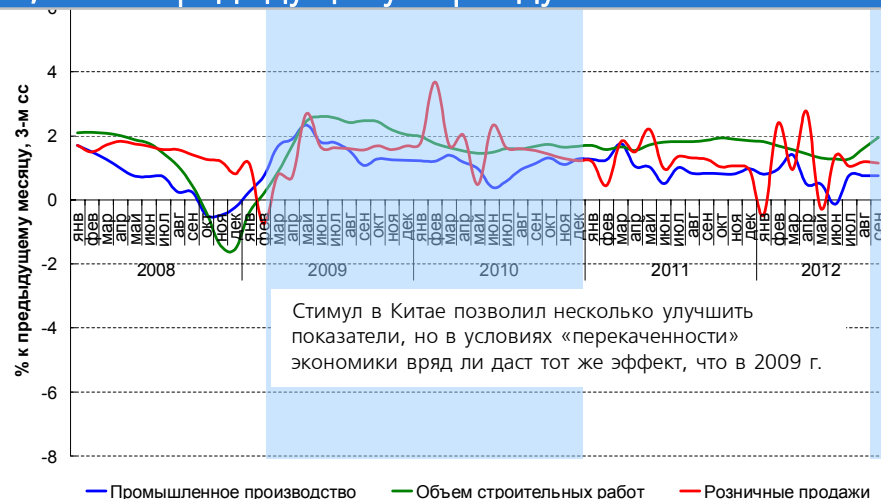
## Основные тенденции

- В последние месяцы Правительства ряда стран (КНР, Бразилия, Южная Корея) вновь вернулись к программам стимулирования экономики. В КНР стимулирующий пакет в общей сложности превысит 1,8 трлн долл., в Бразилии – 60 млрд долл., в Южной Корее – 5,2 млрд долл.
- Как и в 2009 г. стимулирующие программы оказали поддержку экономическому росту. В наибольшей степени это проявилось в Бразилии (стимул «работает» уже 4 месяца), показавшей значительный рост экономики, в меньшей степени – в КНР и Южной Корее (экспортный характер экономик, стимул действует лишь 2 месяца).

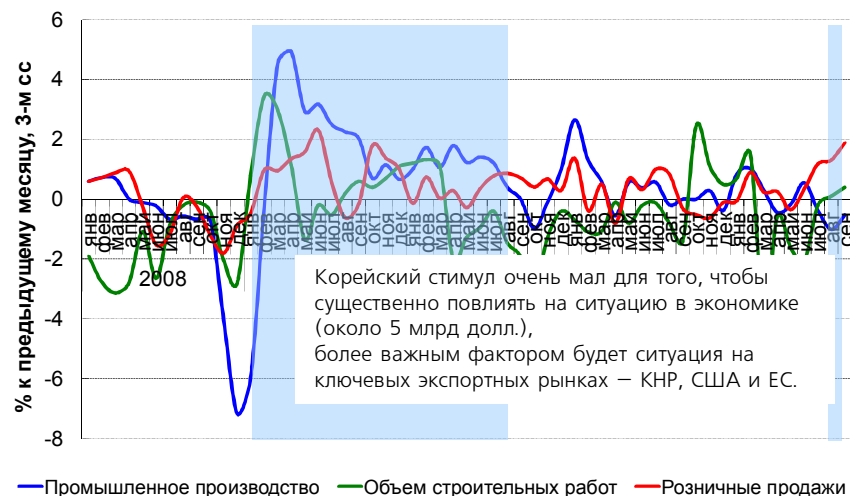
## Бразилия: основные экономические показатели, 3-м сс, % к предыдущему периоду



## КНР: основные экономические показатели, 3-м сс, % к предыдущему периоду



## Южная Корея: основные экономические показатели, 3-м сс, % к предыдущему периоду



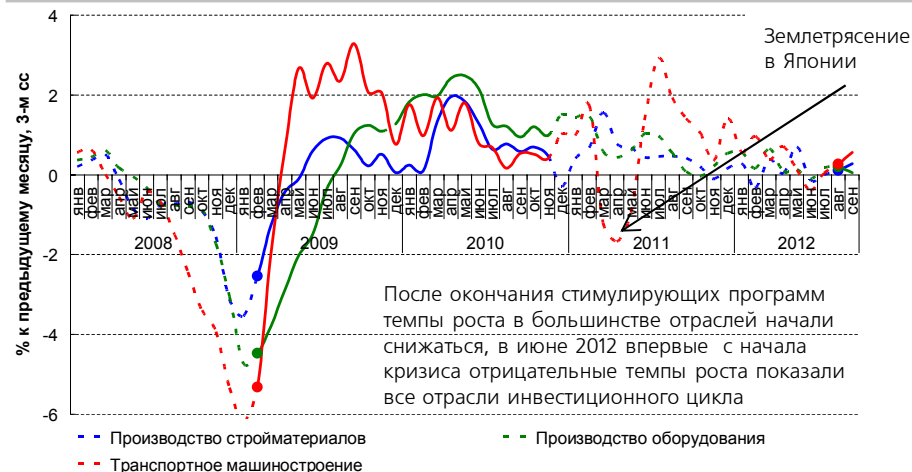


# #3 – I: Лидируют отрасли инвестиционного цикла и автомобилестроение

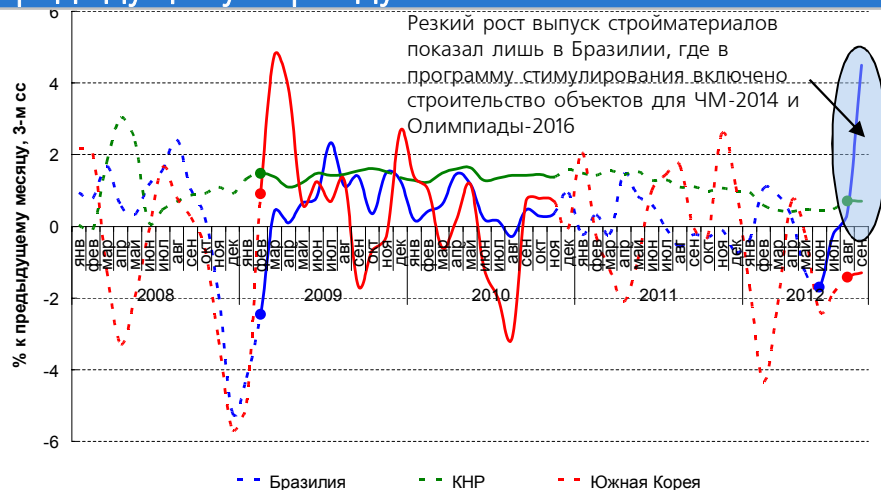
## Основные тенденции

- В наибольшей степени от новых стимулов выиграли отрасли инвестиционного цикла, находившиеся в стагнации на протяжении последнего полугодия. Темпы роста выпуска в этих отраслях будут ускоряться в ближайшие 2-3 месяца по мере роста заказов со стороны инфраструктурных отраслей.
- Рост в автомобилестроении на глобальном уровне будет более скромным. Из-за ухудшения ситуации в ЕС и низких темпов роста продаж в КНР – на низкую эффективность стимулов накладываются проблемы в японо-китайских взаимоотношениях.

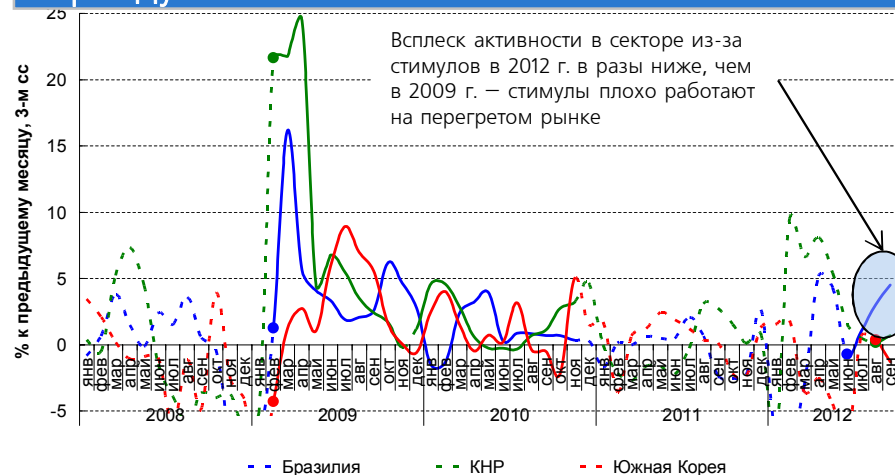
## Динамика отдельных отраслей по миру в целом, 3-м сс, % к предыдущему периоду\*



## Производство стройматериалов\*, 3-м сс, % к предыдущему периоду



## Автомобилестроение\*, 3-м сс, % к предыдущему периоду

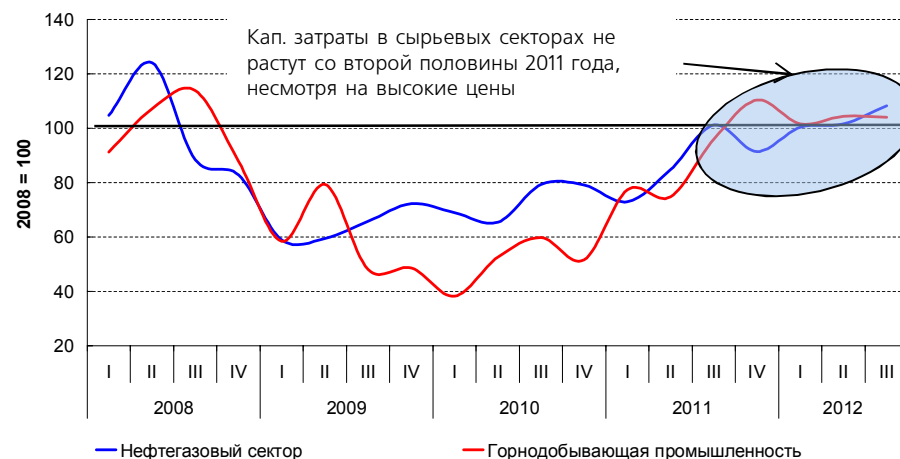


# #3–2: Госинвестиции как последний источник роста

## Основные тенденции

- В большинстве секторов инвестиционная активность на протяжении последних 3 кварталов была достаточно низкой, в ближайшие 2-3 квартала рост инвестиций будет связан с возвращением КНР к инвестициям в инфраструктуру при стагнации в частном секторе;
  - Несмотря на высокие цены на нефть, активность в сырьевом секторе остается достаточно низкой – располагаемые мощности или существенно превышают спрос (горнорудная промышленность), или растут опережая потребление (нефтегазовый комплекс), аналогичная ситуация наблюдается и в обрабатывающей промышленности;
- ⇒ В условиях сохраняющейся неопределенности государству придется или увеличивать инвестиции, или согласиться с «инвестиционным провалом».

## Динамика инвестиций нефтегазовых и горнорудных компаний, 2008 г. = 100



## Инвестиции в инфраструктуру КНР, млрд долл. 2010 года (постоянные цены)



## Инвестиции в обрабатывающую промышленность, 2008 = 100

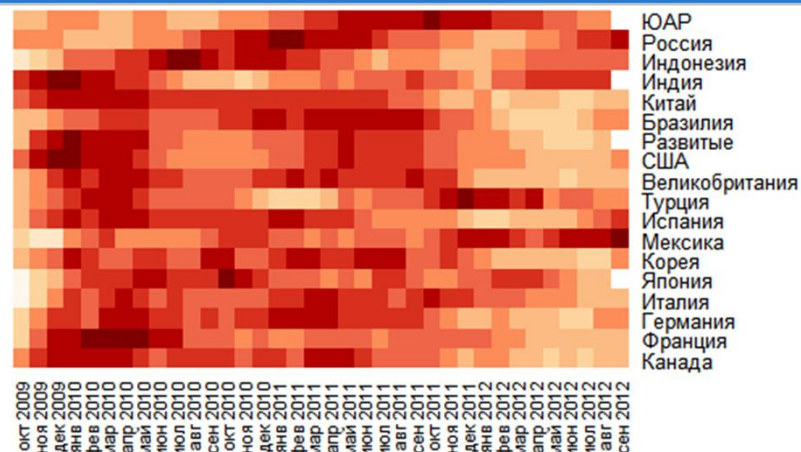


# #4. Мировая инфляция ускорилась за счет развитых стран

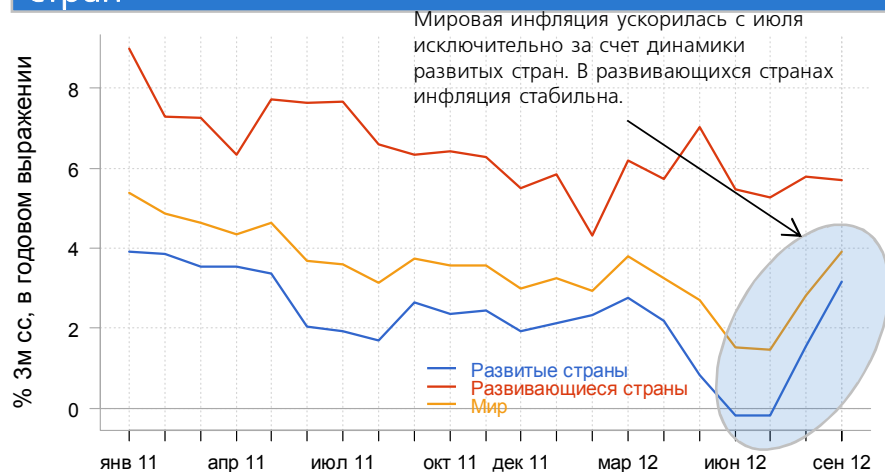
## Основные тенденции

- В последние месяцы обозначилась тенденция к ускорению мировой инфляции, за счет, увеличения инфляции в развитых странах.
- В связи с ростом цен на сельскохозяйственное сырье, много говорилось о росте продовольственных инфляции в развивающихся странах. Однако пока инфляция в развивающихся странах остается стабильной.
- Мы полагаем, что такое положение носит временный характер и связано с кратковременными факторами. Показатели базовой инфляции остаются стабильными, что делает возможным продолжение «слабой» денежной политики.

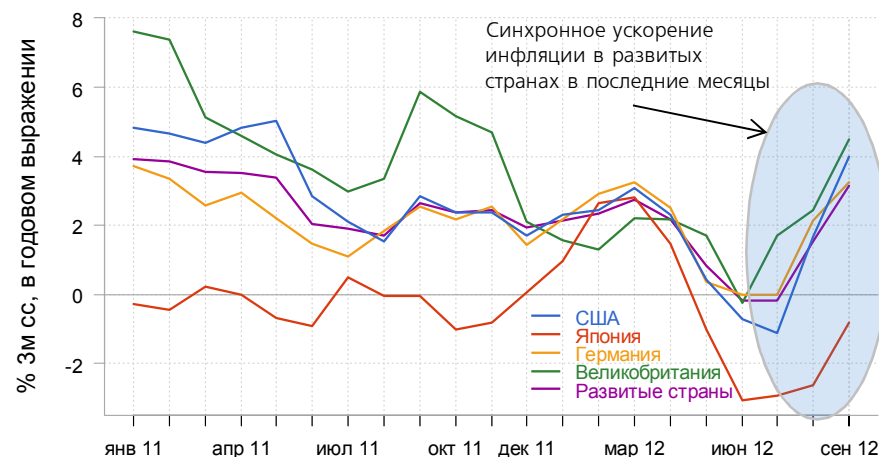
## Отклонение инфляции от средней за последние 12 месяцев, окт 2009 – сент 2012



## Динамика мировой инфляции по группам стран



## Динамика инфляции в развитых странах, янв 2011 – сентябрь 2012

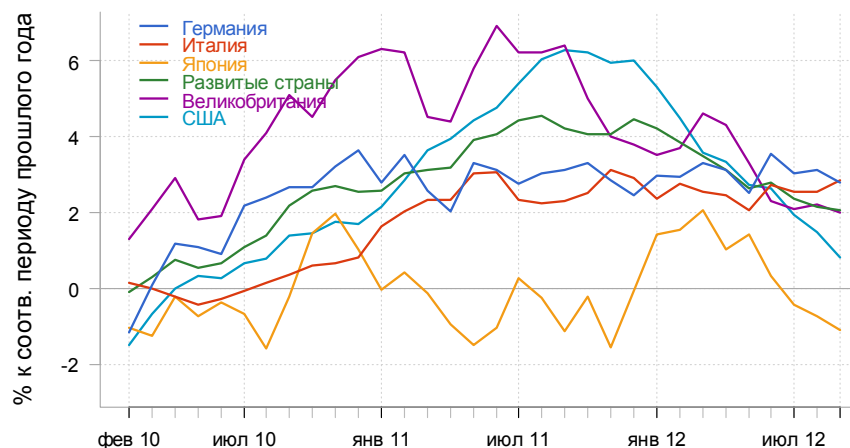


# #4– I. Для развитых стран ускорение инфляции носит временный характер

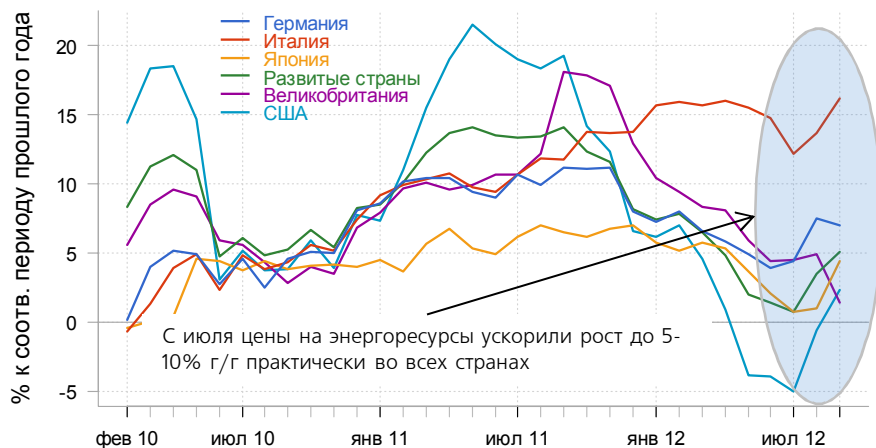
## Основные тенденции

- Рост инфляции в развитых странах в последние месяцы — это реакция на рост стоимости нефти на мировых рынках и связанное с этим увеличение стоимости энергоресурсов.
- Базовая инфляция в развитых странах остается на низком уровне, что делает возможным дальнейшее продолжение программ количественного ослабления.
- Другой иллюстрацией является то, что продовольственная инфляция развитых стран практически никак не отреагировала на повышение стоимости ряда сельскохозяйственных товаров из-за неурожая в некоторых ключевых странах.

## Динамика стоимости продовольствия в потребительской корзине развитых стран



## Динамика стоимости энергии в потребительской корзине развитых стран



## Динамика стоимости энергоресурсов в потребительской корзине и цены на нефть



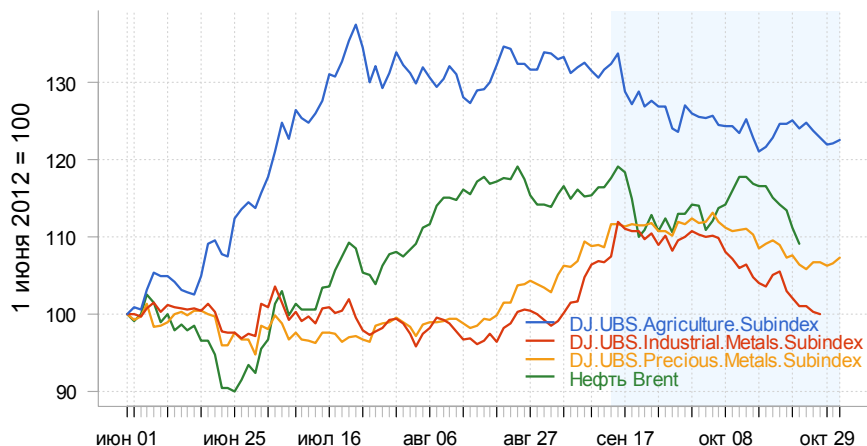
В развитых странах стоимость энергии в потребительской корзине тесно связана с динамикой мировых цен на нефть

## #4–2. Задержки в начале QE привели к снижению сырьевых цен, выросших на ожиданиях ...

### Основные тенденции

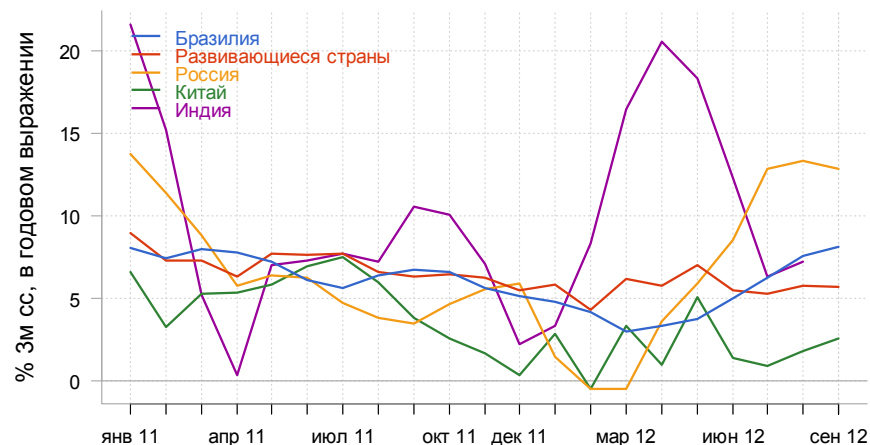
- Как мы отмечали ранее, новой ликвидности в рамках QE пока практически не создается. Этот фактор привел к тому, что цены на сырьевые товары начали синхронно *снижаться* после официального объявления QEЗ, в начале сентября. В особенности, это коснулось цен на металлы, которые ощутимо выросли в конце августа - начале сентября.
- Начало «реальной» покупки активов во второй половине октября поддержит цены на сырьевые товары в целом и приведет к увеличению их общего уровня.
- Побочным следствием более высоких цен на сырье и притоков капитала станет *ускорение* инфляции в развивающихся странах в 2013 году

### Динамика стоимости сырьевых товаров и нефти, июль – октябрь 2012



Новая ликвидность реально не появилась, это привело к общему снижению сырьевых цен в сентябре-октябре.

### Динамика инфляции в странах БРИК, 3 мм сс, янв 2011 – сент 2012



### Инфляция в развивающихся странах и индекс цен на продовольственные товары ФАО



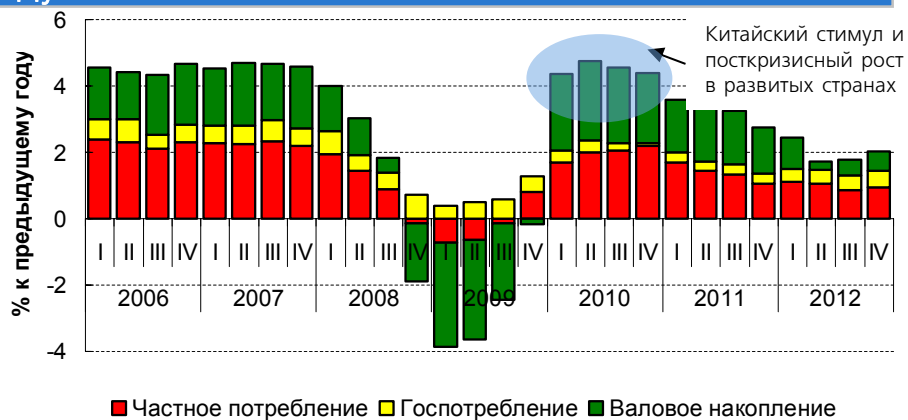
Инфляция в развивающихся странах зависит в первую очередь от динамики цен на продовольствие, а не энергоресурсов.

# #5. Пик циклического замедления мирового ВВП был пройден во втором квартале ...

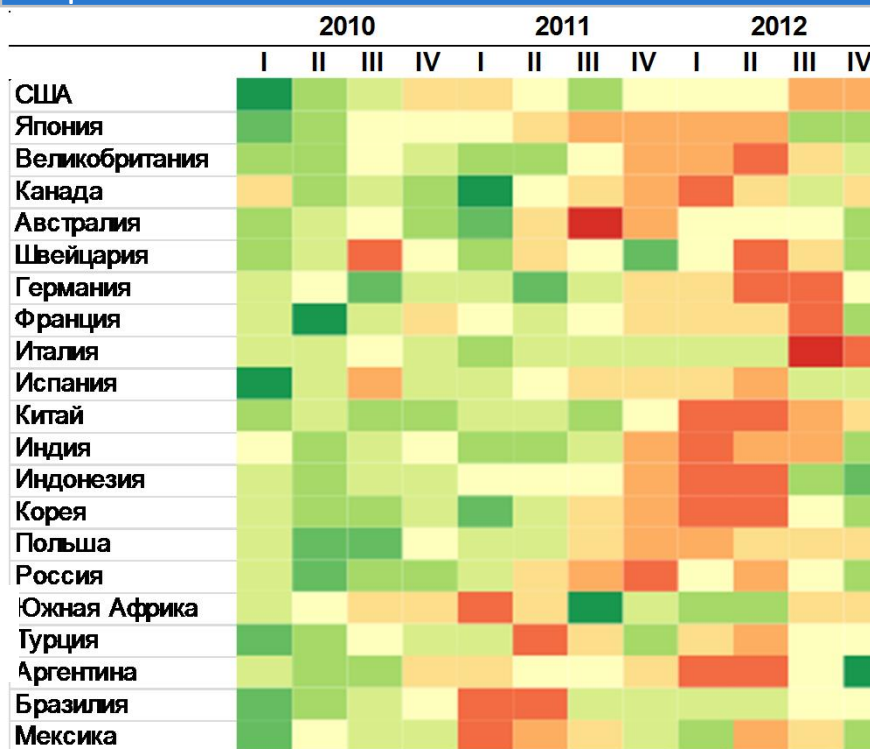
## Основные тенденции

- Мы ожидаем сохранения относительно высоких темпов роста в США и Японии при продолжении снижения деловой активности в странах ЕС. Темпы роста ВВП ускорятся также в большинстве развивающихся экономик, особенно в Бразилии и КНР, где позитивный вклад в рост экономики внесут стимулирующие программы.
- Однако уже в начале 2013 начнется новый виток замедления мировой экономики – эффективность стимулов и ДКП снижается, а рынок труда и потребительские расходы в развитых странах по-прежнему далеки от докризисных уровней.

## Динамика мирового ВВП, % к предыдущему году



## Динамика ВВП по основным странами регионам мира



Примечание: данные за III квартал – предварительная оценка, данные за 4 квартал – прогнозы Bloomberg (консенсус) и ИЭФ.

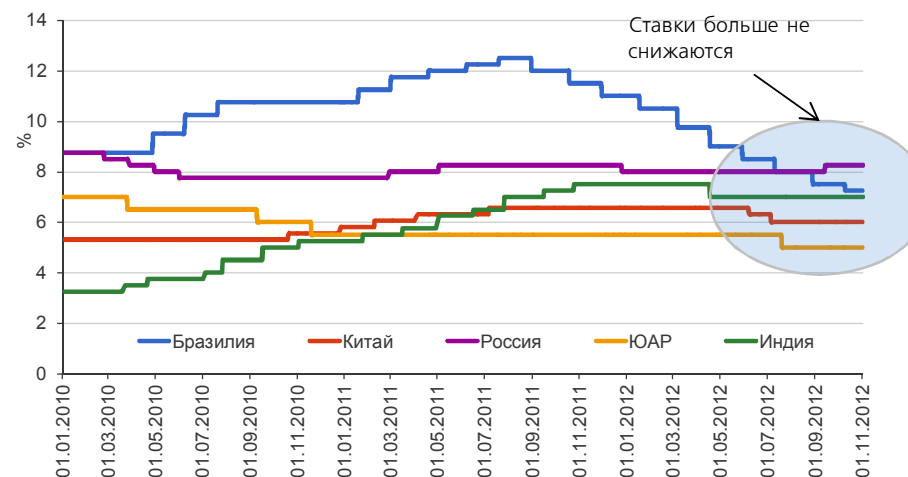
На графике представлена динамика ВВП за последние 2 квартала (сезонно сглаженные данные). Шкала соответствует динамике за указанный период времени (1 квартал 2010 – 4 квартал 2012), зеленый цвет – максимальные темпы в указанный период, красный – минимальные темпы.

# #5– I. Рост сырьевых цен приведет к ускорению инфляции в развивающихся странах

## Основные тенденции

- Отложенный эффект роста мировых продовольственных цен, а также ожидаемое увеличение мировых цен на сырье приведет к ускорению в развивающихся странах в ближайшие 2-3 квартала.
- Инфляция развивающихся стран вырастет с 3-4% до 5-6%. В России инфляция достигнет своего максимума в 1 квартале 2013 года на уровне 7,5-8,0%.
- Растущая инфляция в развивающихся странах означает, что ставки по крайней мере *не будут снижаться*. Вместе с новой ликвидностью это стимулирует дополнительный приток спекулятивного капитала на EM и укрепление их валют.

## Динамика процентных ставок ЦБ ключевых развивающихся стран



## Прогноз инфляции в развитых и развивающихся странах, 2010-2013 гг.



## Динамика цен на кукурузу и пшеницу на СВОТ

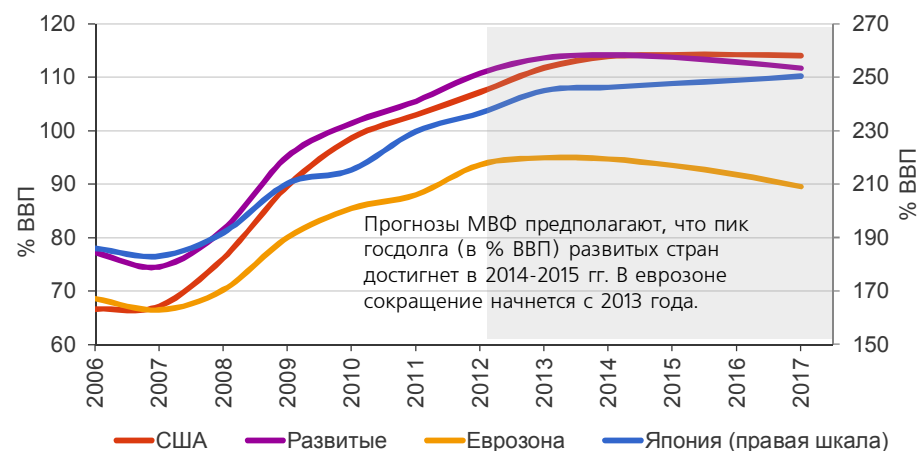


# #5–2. Бюджетная консолидация приведет к замедлению в 2013 году

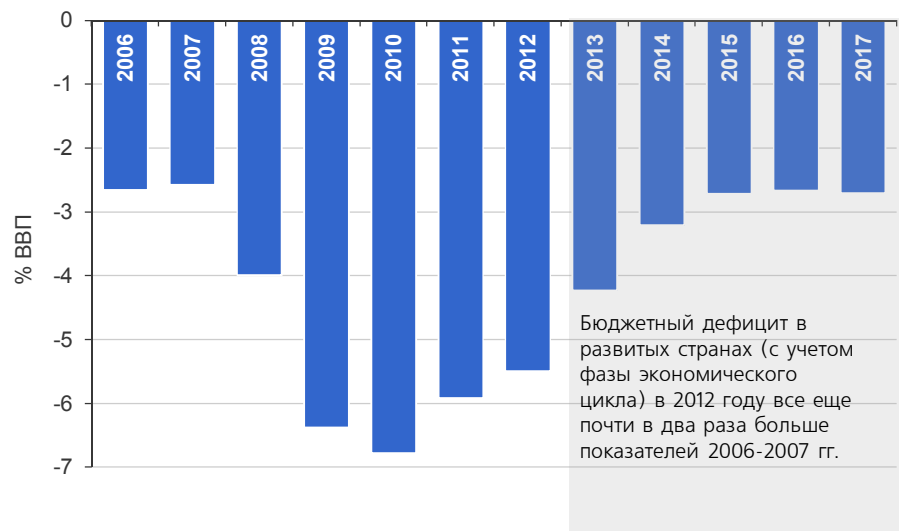
## Основные тенденции

- Низкие темпы экономического роста в посткризисный период привели к тому, что бюджетная консолидация развитых стран была по факту незначительной.
- МВФ ожидает, что существенное ускорение бюджетной консолидации произойдет в следующем году. Прямым следствием станет замедление экономики развитых стран.
- Однако соотношение государственный долг / ВВП для развитых стран продолжает увеличиваться и достигнет своего пика лишь в 2014-2015 гг. Это означает, что волатильность и риски, связанные с сомнениями по поводу растущего госдолга, сохранятся в этот период. В зоне риска – страны ЕС (PIIGS + Словения, Болгария, Венгрия).

## Динамика госдолга развитых стран, 2006-2017



## Динамика дефицита бюджета с учетом фазы цикла (GGCAB) развитых стран, 2006-2017



## Дифференциал экономического роста и процентных ставок развитых стран, 2012

