

## Насколько новые риски мировой экономики значимы для России, или Viva Italia!

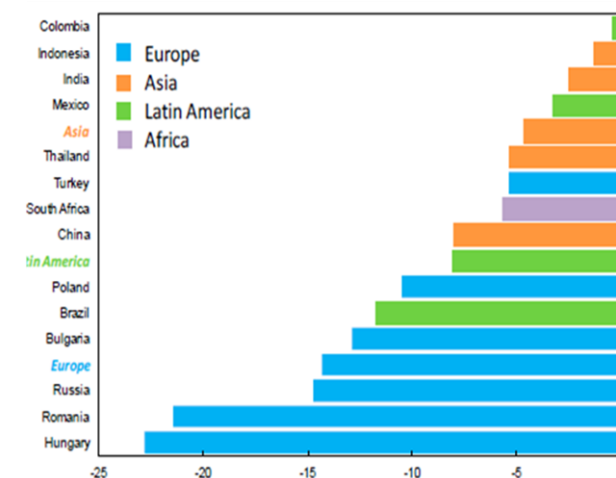
7 июля МВФ выпустил два новых документа, выходящих ежеквартально – прогноз развития мировой экономики и доклад о глобальной финансовой стабильности. Оба доклада посвящены хрупкому и неравномерному восстановлению мировой экономики и связанным с этим рискам.

Новый прогноз мирового роста составляет 4,5% в 2010 и 4,25% в 2011 году, при этом по сравнению с апрельским он лучше примерно на 0,5 п.п., что отражает повысившуюся экономическую активность в первой половине 2010 года. Однако при этом отмечается, что риски замедления роста в последнее время заметно увеличились, что проявляется и в росте цен на традиционные надежные активы (казначейские облигации США, облигации Германии и золото) при падении цен акций, и в росте сводных индикаторов волатильности по сравнению с периодом до майских потрясений, и в усилении корреляции спредов по свопам кредитного дефолта (СКД) европейских банков и спредов по суверенным СКД, что объясняется, в частности, значительными объемами суверенного долга на балансе банков. Отмечается также, что банки, особенно европейские, стали снова с меньшей готовностью предоставлять кредиты друг другу, за исключением кредитов с самыми короткими сроками.

Для российской экономики на этом фоне есть плохие и хорошие новости.

К плохим новостям можно отнести то, что Россия по глубине падения фондовых индексов – на 15% к концу июня 2010 г. по сравнению с апрельским пиком находится среди наиболее пострадавших из развивающихся стран (См. Рис. справа). Этот факт еще более огорчает, если рассматривать динамику фондовых индексов как опережающий индикатор. Кроме того, в июне укрепился проявившийся еще в мае резкий спад (по сравнению с началом года) в фондировании экономик развивающихся стран на внешних рынках капитала (о чем мы писали в комментарии в Новом курсе №23), который грозит превратиться в тенденцию и неблагоприятно повлиять на динамику кредитования внутри России – посредством ограничения возможностей перекредитования для российских компаний реального сектора и привлечения длинных пассивов для банков (См. рис. ниже).

Динамика фондовых индексов развивающихся стран, пик апреля 2010г. - 28 июня 2010г., % прироста



Источник: МВФ.

В то же время, есть и хорошие новости. Во-первых, судя по имеющейся информации пик погашения долгов пятью крупнейшими должниками из Европы (ЕС-5<sup>4</sup>) приходится на вторую половину 2010 г. (около 300 млрд. евро, в том числе в третьем квартале около 190 млрд. евро), а далее объемы погашений заметно уменьшатся – с примерно 220 млрд. евро в первой половине 2011г. до 160 млрд. евро – во второй половине 2012г.<sup>5</sup>

Во-вторых, проведенные нами первичные расчеты показали, что зависимость российской экономики и стран СНГ от пораженных долговым кризисом экономик не столь велика, а значит, угроза заражения долговым кризисом по внешнеторговым каналам может быть взята под контроль.

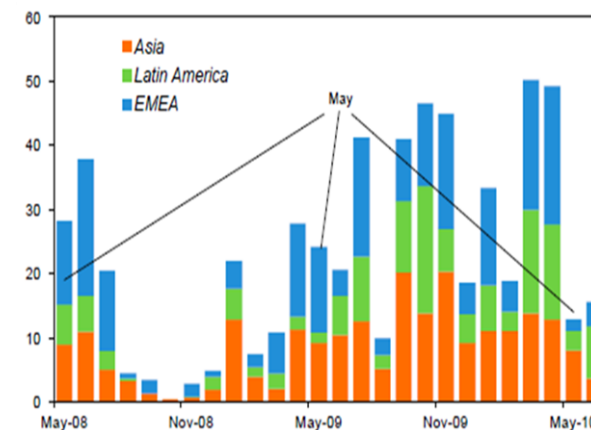
**Таблица 1. Основные направления экспорта из стран СНГ в 7 стран с высокой долговой нагрузкой, в 2009 г., в % от всего экспорта страны СНГ**

|                 | из Армении | из Азербайджана | из Беларуси | из Казахстана | из Молдовы | из России | из Таджикистана | из Туркменистана | из Украины | из Узбекистана |
|-----------------|------------|-----------------|-------------|---------------|------------|-----------|-----------------|------------------|------------|----------------|
| PIIGS (всего)   | 2,1        | 29,4            | 1,0         | 18,7          | 12,2       | 8,8       | 4,7             | 6,3              | 6,3        | 1,5            |
| Португалия      | 0,0        | 0,2             | 0,0         | 0,6           | 0,0        | 0,0       | 0,0             | 0,1              | 0,1        | 0,5            |
| Италия          | 1,0        | 25,8            | 0,9         | 15,5          | 10,8       | 7,1       | 4,7             | 6,2              | 4,4        | 1,0            |
| Ирландия        | 0,0        | 0,0             | 0,0         | 0,0           | 0,0        | 0,0       | 0,0             | 0,0              | 0,0        | 0,0            |
| Греция          | 0,0        | 1,2             | 0,0         | 1,3           | 1,3        | 0,6       | 0,0             | 0,0              | 0,5        | 0,0            |
| Испания         | 1,1        | 2,2             | 0,0         | 1,3           | 0,1        | 1,0       | 0,0             | 0,0              | 1,3        | 0,0            |
| США             | 9,7        | 11,9            | 0,2         | 1,4           | 1,3        | 2,7       | 1,3             | 9,8              | 2,9        | 3,5            |
| Великобритания  | 0,2        | 1,3             | 3,8         | 2,9           | 4,7        | 2,4       | 0,0             | 9,4              | 1,0        | 1,6            |
| В целом 7 стран | 12,1       | 42,6            | 4,9         | 23,0          | 18,2       | 13,9      | 6,0             | 25,4             | 10,2       | 6,6            |

Примечание: без учета неуказанных направлений торговли.

Источник: ИТС, расчеты «Центра развития».

**Объемы внешних привлечений развивающихся стран в форме облигаций и акций, млрд. долл. США**



Примечание. EMEA: Европа, Средний Восток, Африка.

Источник: МВФ (по данным Dealogic).

<sup>4</sup> ЕС-5 – Португалия, Ирландия, Италия, Греция и Испания.

<sup>5</sup> По данным Bloomberg.

Среди стран СНГ лишь две – Азербайджан и Казахстан дополняют «группу внешнеторгового риска» в связи с долговым кризисом в Европе, куда входят в основном африканские страны. Эти два соседа России от 19% до 30% своего экспорта направляют в пораженные долговым кризисом страны ЕС-5, а в остальных странах, в том числе в России, доля «рискованного, то есть неустойчивого» экспорта меньше 10%, и лишь в Молдове она составляет 12% (См. таблицу 1).

При этом, если учесть экспорт стран СНГ в США и Великобританию, тоже имеющих высокую долговую нагрузку, то в группу внешнеторгового риска среди стран СНГ можно, помимо отмеченных выше двух стран, отнести еще Туркменистан, если исходить из критерия риска в размере 20% экспорта в проблемные страны.

**Таблица 2. Основные направления импорта в страны СНГ из 7 стран с высокой долговой нагрузкой, в 2009г., в % от всего импорта страны СНГ**

|                 | в Армению | в Азербайджан | в Беларусь | в Казахстан | в Молдову | в Россию | в Таджикистан | в Туркменистан | в Украину | в Узбекистан |
|-----------------|-----------|---------------|------------|-------------|-----------|----------|---------------|----------------|-----------|--------------|
| PIIGS (всего)   | 5,2       | 2,6           | 3,3        | 7,5         | 9,8       | 7,1      | 0,4           | 3,6            | 4,0       | 2,0          |
| Португалия      | 0,1       | 0,0           | 0,0        | 0,0         | 0,1       | 0,1      | 0,0           | 0,0            | 0,1       | 0,0          |
| Италия          | 3,6       | 2,1           | 2,5        | 6,7         | 7,1       | 4,9      | 0,4           | 3,5            | 2,8       | 1,9          |
| Ирландия        | 0,1       | 0,2           | 0,1        | 0,2         | 0,1       | 0,4      | 0,0           | 0,0            | 0,1       | 0,0          |
| Греция          | 1,0       | 0,1           | 0,0        | 0,0         | 1,6       | 0,2      | 0,0           | 0,0            | 0,2       | 0,0          |
| Испания         | 0,6       | 0,2           | 0,6        | 0,4         | 0,9       | 1,4      | 0,0           | 0,0            | 0,8       | 0,0          |
| США             | 3,3       | 4,3           | 1,5        | 4,9         | 1,4       | 5,4      | 1,7           | 6,6            | 3,3       | 1,4          |
| Великобритания  | 0,8       | 4,5           | 0,9        | 2,5         | 1,5       | 2,2      | 0,3           | 1,0            | 1,6       | 0,9          |
| В целом 7 стран | 9,3       | 11,4          | 5,7        | 14,8        | 12,7      | 14,7     | 2,5           | 11,2           | 8,9       | 4,3          |

*Примечание:* без учета неуказанных направлений торговли.

*Источник:* ИТС, расчеты Центра развития.

Угроза заражения долговым кризисом по каналам импорта, на наш взгляд, еще менее актуальна, так как, во-первых, в случае чего «экспортировать» значительную девальвацию через импортные потоки из семи стран должников могут лишь США и Великобритания, располагающие собственными валютами, а во-вторых, суммарная доля

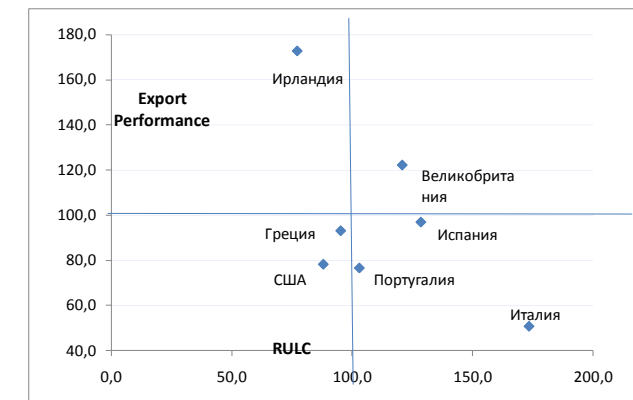
стран из ЕС-5, США и Великобритании в импорте стран СНГ заметно ниже 20%, составляя максимум около 15% для Казахстана (См. таблицу 2).

Тем не менее, для России мониторинг ситуации в странах-должниках крайне важен, и здесь следует в числе прочего опираться на совсем недавно опубликованную ОЭСР (в рамках нового долгосрочного прогноза мировой экономики) «свежую» динамику основных показателей макроэкономической конкурентоспособности этих стран. Мы берем из этой базы для анализа период функционирования модели мировой экономики, приведшей к нынешнему кризису и начавшей формироваться в середине 1990-х годов прошлого века. Улучшение индикаторов конкурентоспособности в этот период, во-первых, может рассматриваться как своего рода дополнительный задел для преодоления кризиса, который при оценке ситуации надо учитывать наряду с индикаторами текущего положения проблемных экономик, а во-вторых, просто говорит о достаточно высокой адаптивности экономических механизмов стран, оказавшихся в состоянии улучшать конкурентоспособность в течение достаточно длительного периода. Конечно, эти индикаторы далеко не единственные и возможно не главные при оценке текущей ситуации, но их нельзя и сбрасывать со счетов, так как в целом ряде научных работ, выполненных исследовательскими подразделениями международных организаций и университетов, была показана положительная связь между улучшением индикаторов конкурентоспособности и положительной динамикой внешнеторговых показателей страны и экономического роста.

В связи с этим можно отметить, что, по нашим расчетам, на основе данных ОЭСР, с точки зрения наращивания экспортной конкурентоспособности (Export Performance) в период 1995-2009 гг. наибольших успехов достигла Ирландия (См. рисунок справа), использовавшая рост импортного потенциала своих торговых партнеров почти на 80%, а наибольший неуспех показала Италия (минус 50%), а также Португалия и США (минус 20%).

С точки зрения динамики такого показателя конкурентоспособности как относительные удельные трудовые издержки (RULC) можно отметить, что у стран – должников за анализируемый период они резко выросли, прежде всего, у Италии, в значительно меньшей мере – у Испании и Великобритании (причем последняя резко их снижает в период 2007-2009гг.). В этот же период относительные удельные трудовые издержки снизились у США, Ирландии и Греции.

**Динамика индикаторов конкурентоспособности стран с высокой долговой суверенной нагрузкой, 1995=100%**



*Примечание:* Эффективность экспорта (Export Performance-EP) – соотношение между фактическими объемами экспорта товаров и услуг в ту или иную страну и размерами экспортного рынка. Размер экспортного рынка в свою очередь определяется взвешенной средней объемов импорта в каждой из стран, куда экспортер ввозит свой товар или услуги (используются веса 2005г.). ОЭСР дает годовые приросты EP, мы в данном случае переводим все к базе 1995г.

RULC- относительные удельные трудовые издержки (ULC) в валютном выражении - динамика ULC страны, деленная на их динамику у портфеля основных торговых партнеров в соответствии с их удельным весом во внешней торговле страны. ULC- соотношение динамики роста заработной платы в валютном выражении и производительности труда.

*Источник:* ОЭСР, расчеты Центра развития.

В целом, среди стран-должников с точки зрения индикаторов конкурентоспособности экономика Ирландии и в гораздо меньшей степени США и Греции выглядят, на наш взгляд, наименее проблемными. Наиболее проблемна с этой точки зрения экономика не Греции, которая у всех на слуху, а Италии, куда Россия направляет 7% своего экспорта и ввозит оттуда около 5% своего импорта.

Так и хочется сказать: Viva Italia! Берлускони держись!

**Валерий Миронов, Ольга Пономаренко**