

На пульсе:
Экспортеры нефти не смогли
пока договориться
о заморозке добычи

В фокусе:
Украина — ситуация
в экономике при смене
правительства



Содержание выпуска

Вступительный комментарий.....	3
ВВП — замедление мирового роста	4
Промышленность.....	5
На пульсе: Экспортеры нефти не смогли пока договориться о заморозке добычи	6
Валютные курсы	8
Фондовые рынки, биржевые индексы	9
Ключевые процентные ставки и доходность облигаций	10
В фокусе: Украина — ситуация в экономике при смене правительства	11
Общие итоги социально-экономического кризиса 2014–2015 годов	11
Характер реструктуризации частного долга и ожидания роста экономики Украины	14

Выпуск подготовлен авторским коллективом
под руководством *Леонида Григорьева*

Александр Голяшев

Анна Лобанова

Вступительный комментарий

Депрессивная политическая обстановка (конфликты и санкции) в мире тормозит экономический рост, сужая горизонты планирования и инвестирования, создавая неопределенность для компаний и инвесторов. Неопределенность будущего наиболее ярко выражается в «кредитном параличе», который тянется после кризиса 2008-2009 годов необычайно долго. Низкие ставки процента по кредитам вопреки логике «учебника» не приводят к масштабным капиталовложениям. Им мешает неопределенность в структурных сдвигах, депрессивная обстановка, чрезмерное банковское регулирование (Базель III). К 2015 году добавились кризисы в Бразилии и России, замедление роста в Китае, падение импорта у стран – экспортеров нефти. Есть угроза сползания в депрессию, но традиционные стимулы экономики (низкие ставки) так и не работают.

В этих условиях первый заместитель главы МВФ Д.Липтон отметил, что замедление экономического роста и колебания сырьевых и финансовых рынков привели глобальную экономику в «действительно затруднительное положение». Падение цен на сырьевые товары – хоть это и благо для крупных промышленных потребителей – привело к сложной ситуации для многих стран, а биржевые потрясения и кризисы в отдельных крупных странах усугубляют картину. Обычно мировым спадам предшествуют инвестиционные подъемы, кредитные бумы, перегревы. А сейчас мы наблюдаем неравномерный рост, стагнацию в ряде отраслей, бюджетные и долговые проблемы, угрозы дефляции и «депрессии в головах». Увеличиваются военные расходы, растут потери от низкой координации на международном уровне.

12 апреля МВФ [опубликовал](#) свой обновленный прогноз, согласно которому мировая экономика в 2016 году вырастет на 3,2% (это на 0,2 п. п. меньше, чем МВФ ожидал еще в январе 2016 г.), а в 2017 году – на 3,5% (на 0,1 п. п. меньше). Мировая экономика страдает от «девальвационных войн», геополитических конфликтов и спада торговли, а страны все чаще прибегают к протекционистским мерам, – говорится в докладе. Что касается России, то МВФ также ухудшил свой прогноз: ожидается -1,8% ВВП в 2016 году и +0,8% в 2017 году.

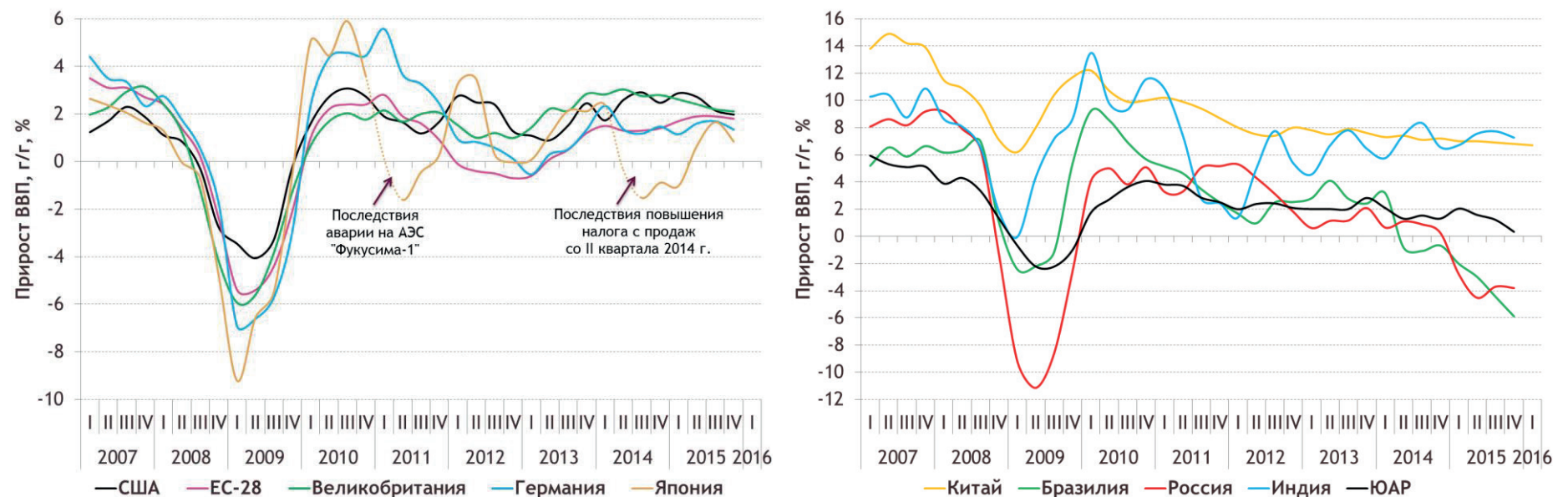
*Главный советник руководителя Аналитического центра,
проф. Леонид ГРИГОРЬЕВ*

ВВП — замедление мирового роста

Появились первые данные о динамике ВВП мира за I квартал 2016 г. Среди рассматриваемых стран опубликованы данные только по экономике Китая, рост которой в I квартале 2016 г. продолжил замедление — еще на 0,1% по сравнению с IV кварталом 2015 г., составив 6,7%. В целом за 2015 год ВВП Китая вырос на 6,9%, что стало самым низким показателем с 1990 года. В связи с этим плавность снижения темпов роста выглядит удивительно даже для плановой экономики, что дает повод отдельным экспертам усомниться в достоверности данных. При этом эксперты прогнозируют, что замедление роста ВВП Китая будет продолжаться.

График 1

Квартальная динамика ВВП ведущих стран мира в годовом выражении в постоянных ценах, 2007–2015 годы



Источник — Thomson Reuters Datastream

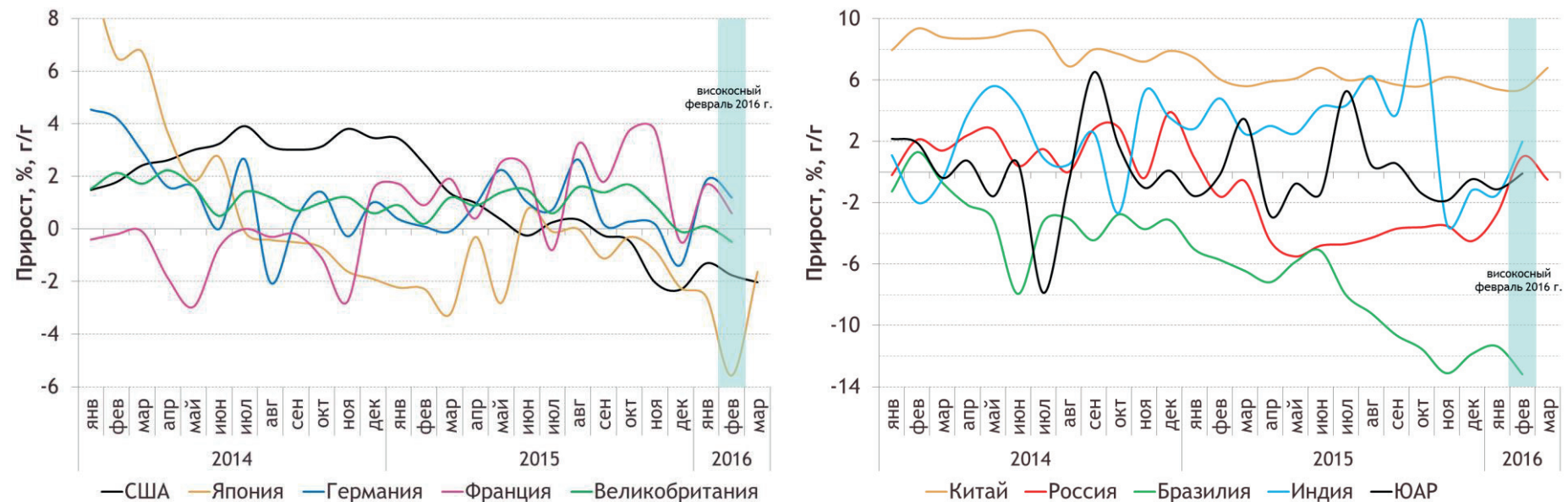
Промышленность

Данные по промышленному производству ключевых стран мира в марте 2016 г. в основном показывают сохранение негативной динамики (данные за февраль во многих странах демонстрируют сильные отклонения от трендов, связанные как с необходимостью сезонной очистки из-за лишнего дня в феврале високосного года, так и со сложностью ее корректного проведения):

- в США темпы снижения производства (при сильном долларе) вновь ускорились, составив в марте $-2,0\%$ в годовом выражении;
- спад в промышленности Японии также сохраняется, но в марте его темпы замедлились до $-1,6\%$ в годовом выражении;
- в России снижение производства в марте продолжилось, хотя и медленнее, чем в 2015 году, составив $-0,5\%$ в годовом выражении;
- зато в Китае прирост в марте ускорился до $6,8\%$ в годовом выражении, что стало лучшим результатом за последние три квартала.

График 2

Помесячная динамика промышленного производства стран мира в годовом выражении с сезонной очисткой*, 2014–2016 годы



* Сезонно очищенные данные приведены для всех рассматриваемых стран, кроме Китая, России и Индии.

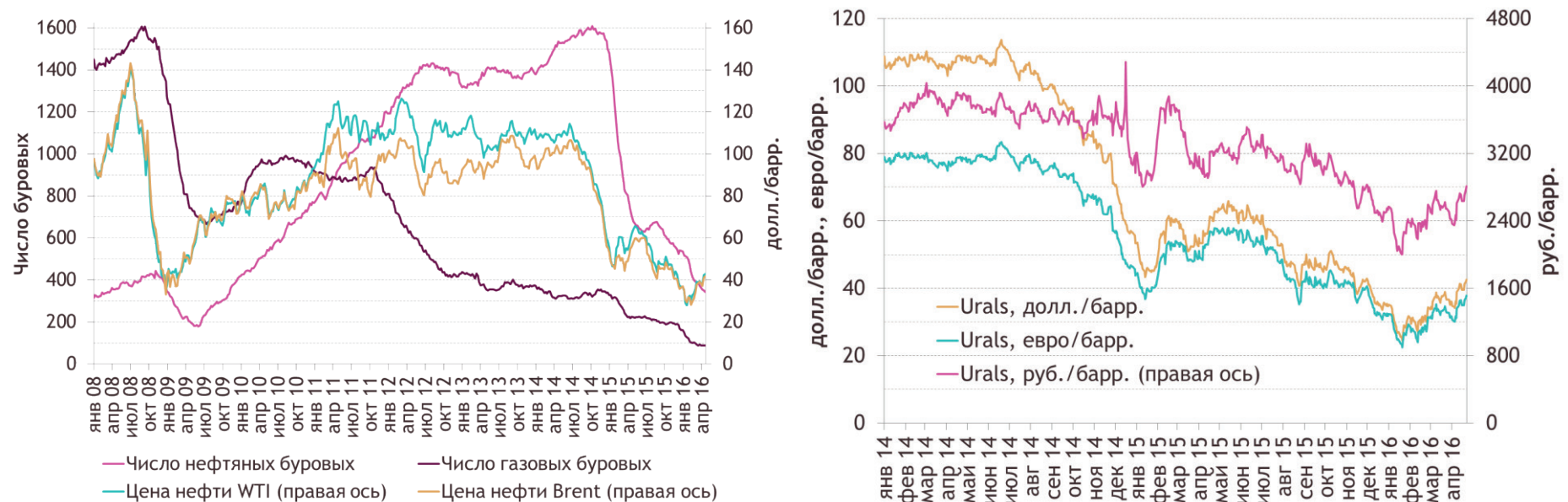
Источник — Thomson Reuters Datastream

На пульсе: Экспортеры нефти не смогли пока договориться о заморозке добычи

Страны-нефтеэкспортеры в Дохе (Катар) 17 апреля заявили, что не станут замораживать добычу нефти. Но можно предположить, что сами переговоры сдержали игру на понижение на рынках фьючерсов. Логика «замораживания» проста — в 2015 году прирост спроса составил примерно 1,4 млн барр./день (на 0,5 млн больше, чем в предыдущие годы) — того же ждут и в 2016 году. Есть вероятность снижения добычи сланцевой нефти в США на старых скважинах на несколько сотен тыс. барр./день. По данным на 22 апреля работали лишь 343 бурильные установки на нефть и 88 — на газ. Больше трех четвертей парка буровых (1600 штук) простаивают (График 3). Если экспортеры не будут соревноваться в добыче, то баланс спроса и предложения может установиться в течение года-полтора.

График 3

Цены на нефть WTI, Brent, Urals и динамика бурения в нефтегазовой отрасли США, 2007–2016 годы



Источник — Baker Hughes, Thomson Reuters Datastream

Снижение добычи в США и «плоское» предложение нефти со стороны остальных экспортеров на фоне роста спроса (при низких ценах) может поглотить дополнительное предложение Ирана (которое, как считается, составляет около 0,5 млн барр./день) и все-таки выйти на равновесие спроса и предложения в мире. Заметим, что небольшой мартовский статистический скандал на тему «куда два года подряд в мире уходит избыточная нефть в размере 800 тыс. барр./день»¹ вызывает вопросы только у СМИ. Статистики понимают, что эта погрешность составляет меньше 1% мировой добычи. В мире невозможно точно подсчитать добычу на сотнях тысяч скважин в сотне стран и потребление нефти в двух с половиной сотнях стран. Так что расчет нефтяников (без учета политической составляющей) состоит в том, что при балансе спроса и предложения цена нефти могла бы установиться для начала ближе к 50–60 долл./барр. Увеличение спроса к зимнему периоду 2016 года может стать триггером для увеличения предложения — после 30 лет больших «качелей» экспортеры могут задуматься и о сдерживании взлетов цен, которые ведут к сокращению спроса в долгосрочном плане.

Разумеется, есть вероятность возврата в работу большего числа буровых установок при росте цен на нефть и газ примерно с 60 долл./барр. Но участники финансовых и энергетических рынков понимают, что рост бурения в США в значительных масштабах снова может привести к снижению цен. Так что если — и когда — цены вернутся к 60 долл./барр., буровикам еще придется доказывать финансистам, зачем так много бурить, если это ведет к снижению цен и прибылей. Этот новый механизм сдерживания роста цен на нефть внутри США аналогичен регулирующим механизмам всех экспортеров в целом: чем больше товара поступает на рынок в условиях неустойчивого равновесия, тем сильнее давление на цены вниз и тем меньше заработок.

Со второй декады апреля рублевая цена российского экспортного барреля нефти Urals держится около 2600–2800 рублей за баррель — несколько низко для доходной части бюджета (График 3).

¹ Crude Mystery: Where Did 800,000 Barrels of Oil Go? // The Wall Street Journal, [March 17, 2016](#)

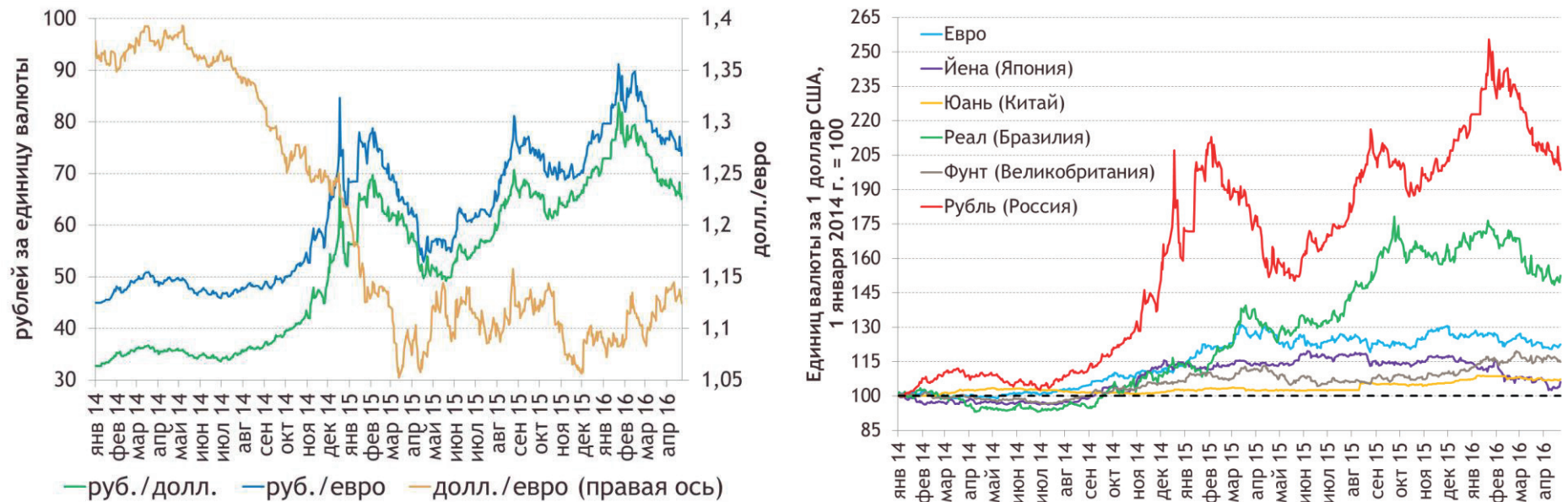
Валютные курсы

Стабилизация мировой экономической системы способствует восстановлению курса российской валюты. Укрепление рубля привело к снижению курса в середине апреля до 65-66 рублей за доллар США. Это самый низкий показатель с ноября 2015 г. Курс евро колеблется в районе 74-75 рублей, что также ранее наблюдалось лишь в начале декабря 2015 г.

Политическая ситуация в Бразилии продолжает накаляться, но курс валюты укрепляется. Минимальный курс в апреле — 3,5 реала за доллар США; в прошлый раз такой же курс был только в августе 2015 г.

График 4

Обменные курсы рубля к доллару США и евро, доллара США к евро; динамика ключевых мировых валют к доллару США, 2014–2016 годы



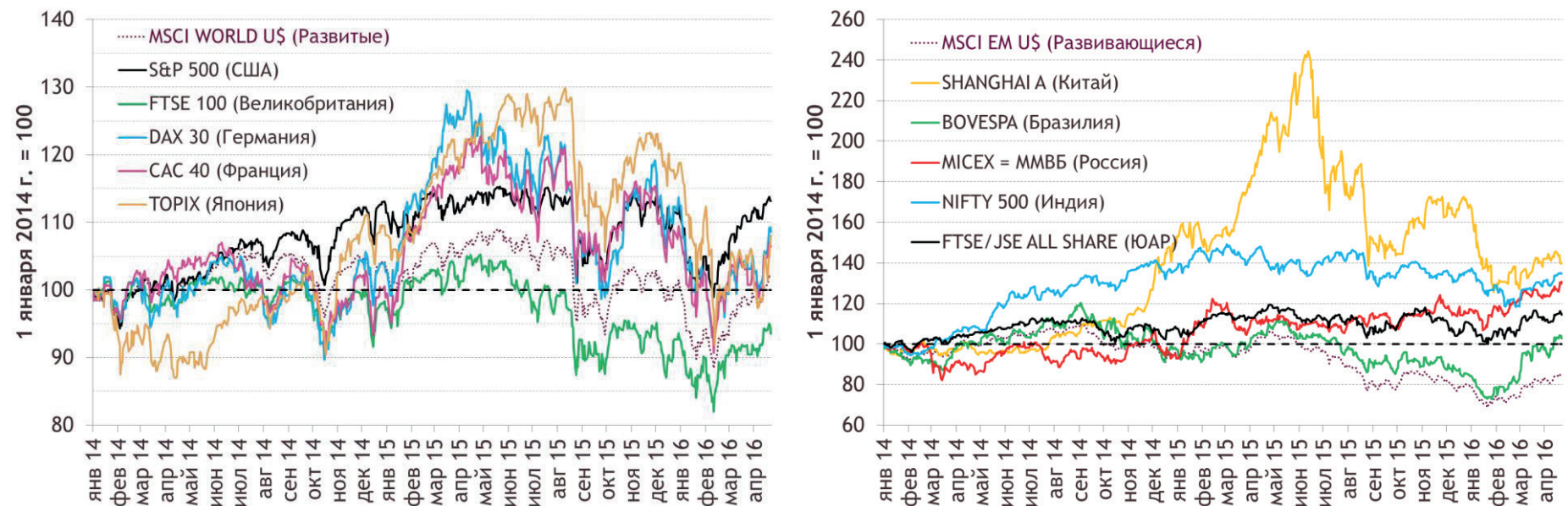
Источник — Thomson Reuters Datastream

Фондовые рынки, биржевые индексы

В апреле продолжился общий подъем мировых индексов, начавшийся еще во второй декаде февраля. Исключениями стали немецкий DAX30, французский CAC40 и японский TOPIX: в конце марта — начале апреля они вновь упали. Так, во второй половине марта японский TOPIX упал на 8%, но уже в апреле начался его рост, суммарно составивший более 10%, причиной которого послужило ослабление иены. Ситуация на развивающихся рынках более стабильна. После февральского подъема биржи в целом стагнируют с околонулевым приростом. Наибольшую волатильность демонстрирует бразильский BOVESPA по причине нестабильной политической обстановки и возможности импичмента президента. Российский ММВБ с начала апреля прибавил около 5% после падения на 4% в конце марта, из-за роста мировых цен на нефть значительное укрепление продемонстрировали энергетический и транспортные сектора.

График 5

Биржевые индексы стран мира в национальных валютах и индексы Morgan Stanley (MSCI) в долларах США, 2014–2016 годы



Источник — Thomson Reuters Datastream

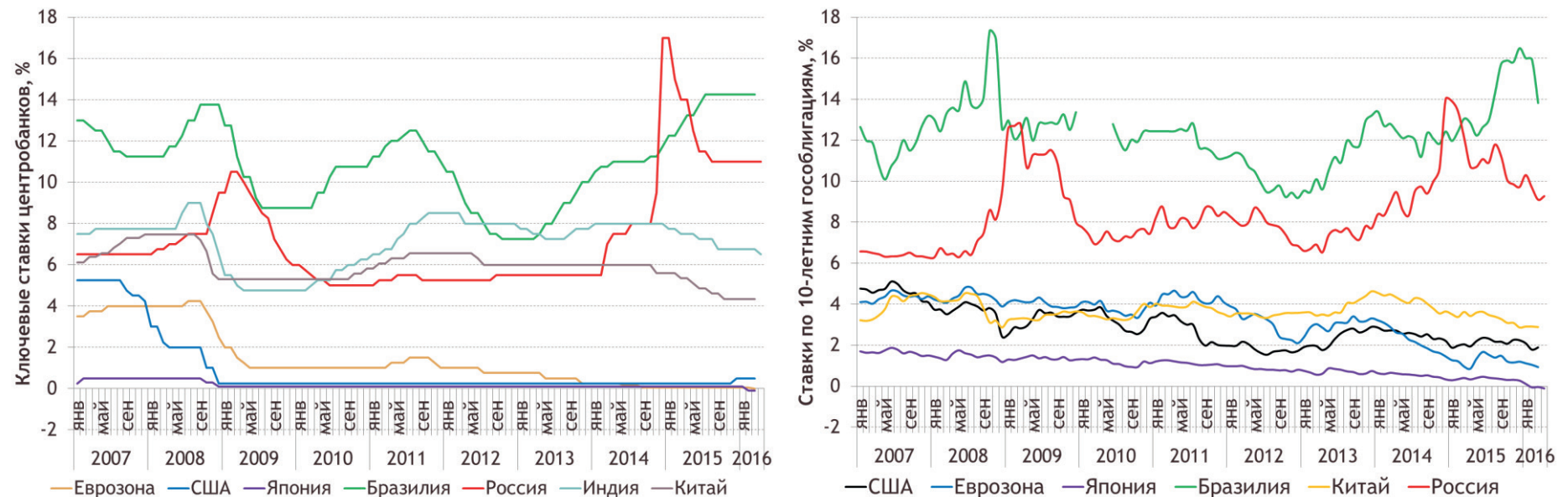
Ключевые процентные ставки и доходность облигаций

В начале апреля Резервный банк Индии снизил ключевую ставку на 0,25 п. п., и она составила 6,5%. Предыдущее значительное снижение было сделано в сентябре 2015 г. на 0,5 п. п. Такое изменение стало возможным на фоне снижения инфляции. Основной целью является стимулирование инвестиционной активности и поддержка бизнеса.

В марте в Бразилии снизились ставки по 10-летним облигациям, что свидетельствует о некоторой стабилизации экономики. В то же время говорить о восстановлении пока рано, нестабильная политическая ситуация может стать причиной новой волны кризиса.

График 6

Ключевые ставки центральных банков и ставки по 10-летним гособлигациям ведущих стран мира, 2007-2016 годы



Источник — Thomson Reuters Datastream

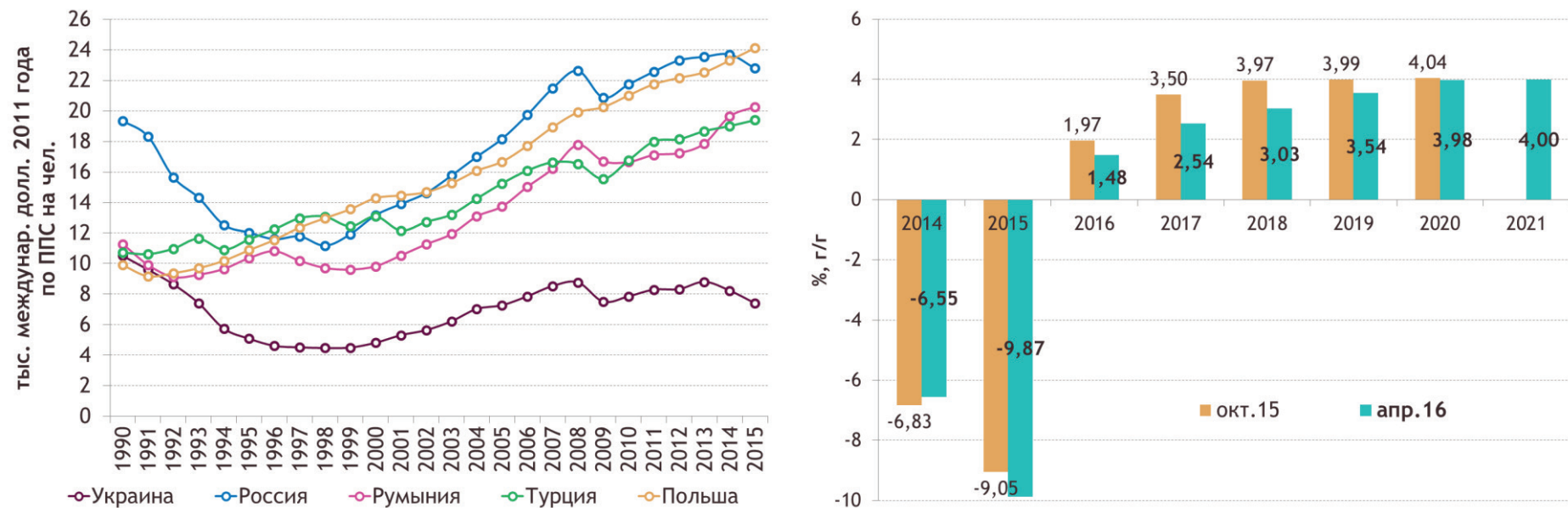
В фокусе: Украина — ситуация в экономике при смене правительства

Общие итоги социально-экономического кризиса 2014–2015 годов

Новое правительство Украины² приходит к власти в условиях снижения (к 2013 году) реального ВВП за 2014–2015 годы на 16%, потребления — на 22%, в т. ч. личного потребления — на 28% при росте госрасходов на 1,6% и падении капиталовложений на 30%. Несколько последовательных девальваций национальной валюты привели к тому, что в I квартале 2016 г. средний курс гривны к доллару США оказался в 3,1 раза выше, чем в IV квартале 2013 г., а рост потребительских цен за тот же период составил 81%.

График 7

ВВП по ППС на душу населения, тыс. долл. 2011 года, 1990–2015 годы; прогнозы МВФ по темпам прироста ВВП Украины



Источник — Всемирный банк, МВФ

² 14 апреля 2016 г. Верховная Рада Украины приняла отставку премьера А.Яценюка и назначила новым главой правительства спикера Рады В.Гройсмана.

Мировые эксперты в основном трактуют смену правительства как необходимость в связи с падением поддержки власти населением, задержкой реформ и коррупцией. Разумно было бы ожидать и другого обоснования: переход от конфликта к установлению более прочных оснований для восстановления роста, точнее — предсказуемого мира. Мы рассматриваем этот фактор лишь с экономической точки зрения: трудно себе представить оживление накопления, особенно частного, в условиях острой политической неопределенности.

Проблема скорейшего получения относительно небольших долговых средств от МВФ и других кредиторов (до 4 млрд долл.) затеняет в СМИ вопрос о механизмах восстановления роста в стране, а самая серьезная проблема у страны — с капиталовложениями (Таблица 1). По данным Всемирного банка, украинские трудовые мигранты переводят в страну порядка 5–6% ВВП (7,4 млрд долл. в 2014 году), которые идут на личное потребление семей, существенно образом его увеличивая (в связи с тем, что девальвация выше инфляции). Эта величина, видимо, в большой степени недооценена, поскольку во всем мире гастарбайтеры свои средства не регистрируют, а перевозят «на себе» (тем более из России на Украину). Личные доходы и расходы украинских жителей обеспечиваются трудовой активностью вне страны, в привязке к конъюнктуре в ЕС и России. При падении нефтяных цен приток доходов из России снижается (по данным Банка России): «видимые» личные переводы из России на Украину в долларах за 2014 год упали на 22% — до 3,2 млрд долл., а за три квартала 2015 года — еще вдвое; но девальвация гривны сохраняет роль гастарбайтеров как серьезных доноров (в гривнах те же личные переводы из России на Украину за 2014 год выросли на 15%, а за три квартала 2015 года упали лишь на 2%).

Таблица 1

Среднемесячная зарплата и годовые капиталовложения* на душу населения в отдельных странах, 2000, 2013 и 2015 годы

		Россия	Бразилия	Польша	Румыния	Турция	Украина
Среднемесячная зарплата, долл.	2000	80	н.д.	н.д.	132	н.д.	42
	2013	947	1122	1213	674	н.д.	401
	2015	564	730	1089	638	н.д.	194
Инвестиции на душу населения в год, долл.*	2000	349	714	1099	331	862	132
	2013	3223	2693	2615	2446	2234	774
	2015	1665	1706**	2546**	2268	1890**	307

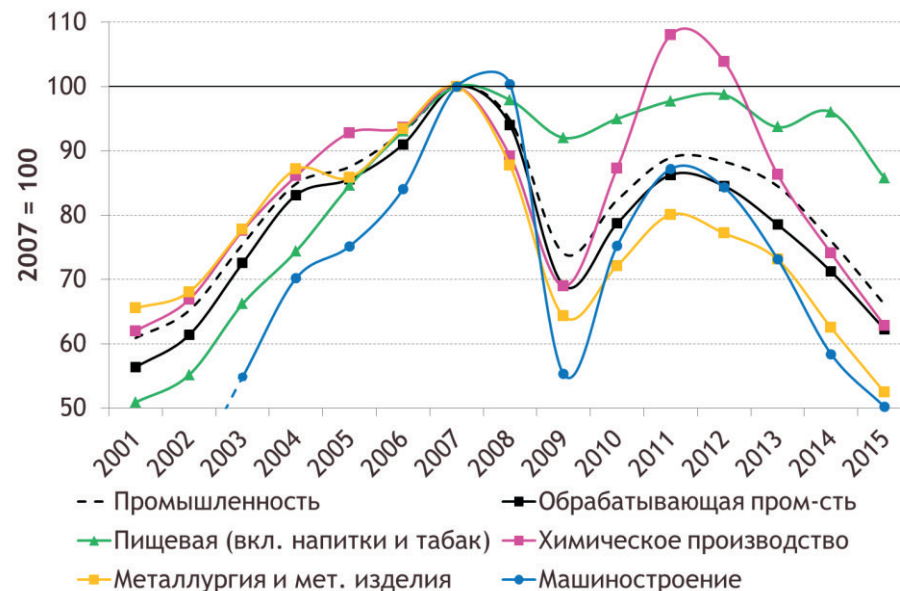
* В текущих ценах и по текущему курсу.

Источник — Thomson Reuters Datastream, МВФ WEO April 2016 (** оценки МВФ)

Эти доходы во многом и поддерживают положение домохозяйств. Но ключевым аспектом переводов мигрантов является то, что подоходные налоги они платят не Минфину Украины, а (если вообще платят) тем странам, где, собственно, и зарабатывают. В текущих условиях неустойчивости внутри страны эта стратегия извне поддерживает семьи, но не облегчает положение бюджета, которому также тяжело собрать налоги с крупного бизнеса. При этом бизнес не может пока запустить новые инвестиционные проекты в больших масштабах — это требует, по крайней мере, мира и финансовой стабильности, внутренних сбережений и кредита. Вес и роль помощи МВФ оказываются объективно большими, чем для других стран, и будут существенными для деятельности правительства Украины.

График 8

Динамика отраслей промышленности, 2001–2015 годы



Источник — Госстат Украины

По итогам 2015 года промышленное производство оказалось на треть ниже уровня 2007 года, в т. ч. на 50% у металлургии и машиностроения, т. е. основные трудности испытывают сложные производства. Но даже пищевая промышленность упала до уровня 86% от показателя 2007 года (График 8). Важным аспектом украинского кризиса стало резкое сокращение долларовых объемов внешней

Таблица 2

Структура внешней торговли, млрд долл., 2013 и 2015 годы

	Россия	ЕС-28	Прочие	ВСЕГО
2013				
Экспорт, в т. ч.:	15,1	16,8	31,5	63,3
Черные металлы и изделия из них	2,2	4,1	8,1	14,3
Импорт, в т. ч.:	23,2	27,0	26,7	77,0
Минеральное топливо	14,5	3,0	3,8	21,2
Сальдо	-8,1	-10,2	4,8	-13,7
2015				
Экспорт, в т. ч.:	4,8	13,0	20,3	38,1
Черные металлы и изделия из них	1,0	2,9	5,1	9,0
Импорт, в т. ч.:	7,5	15,3	14,7	37,5
Минеральное топливо	3,7	3,4	3,8	10,9
Сальдо	-2,7	-2,3	5,6	0,6

Источник — UN Comtrade, Госстат Украины

торговли: экспорт в 2015 году оказался на 40% меньше, чем в 2013 году, а импорт — на 50% (Таблица 2)³. Сальдо торговли стало слабо положительным, так что, по сути, сложилась новая конфигурация параметров экономики. Особенно сильно сократились объемы торговли с Россией — и импорт, и экспорт за два года упали в 3 раза. По [оценкам](#) министерства экономического развития и торговли Украины, за последние годы страна потеряла 98 млрд долл. внешнеторгового оборота товаров и услуг с Россией. Импорт топлива из России сократился почти в 4 раза как из-за падения мировых цен на энергоресурсы, так и из-за политики Украины по снижению роли России в своем энергетическом импорте, хотя следует учитывать, что реверс газа из ЕС — это реимпорт российского газа.

Характер реструктуризации частного долга и ожидания роста экономики Украины

Одним из ключевых условий программы расширенного финансирования (EFF), принятой МВФ в марте 2015 г. для помощи Украине, была реструктуризация частного долга в размере около 18 млрд долл. (3 млрд долл. от России МВФ признал суверенным долгом⁴), соглашение о которой было достигнуто осенью 2015 года. Условия реструктуризации решают в основном задачу облегчить выплаты по внешнему госдолгу в 2016–2020 годах — Украине дается пять лет на стабилизацию положения. Осенью 2015 года оптимизм МВФ выражался в ожидании экономического роста на Украине на уровне около 4% начиная уже с 2018 года — в новом прогнозе МВФ от апреля 2016 г. темпы прироста ВВП Украины ожидаются на уровне не менее 4% только с 2020–2021 годов (График 7).

По условиям реструктуризации 80% от суммы «старых облигаций» (частного долга) обменивается на «новые облигации» девяти примерно равных обычных серий со сроками выплат с 2019 по 2027 год. Объявлено о снижении долга на 20% (хотя МВФ пытался уговорить кредиторов на большие уступки). При этом разработана сложная схема возврата инвесторам указанных 20% с прибылью через «варранты по ВВП» (*GDP warrants*) — облигации, индексируемые по ВВП, — на 20 лет (2021–2040 годы). Нечто похожее применялось для Греции (на 27 лет) и Аргентины (на 30 лет), но в случае Украины в схему встроены дополнительные ограничения. Выплаты по облигациям начнутся не раньше 15 января 2021 г. и зависят от двух показателей ВВП Украины:

- абсолютный объем ВВП должен преодолеть порог в 125,4 млрд долл. по текущему курсу;
- темпы реального прироста должны превышать 3% за референтный год (например, для выплат в 2021 году — это 2019 год).

³ Подробнее о развитии кризиса на Украине в 2014 году см. доклад «Анализ текущих тенденций социально-экономического развития Украины», [июнь 2015 г.](#)

⁴ Тем не менее Украина заявила о нежелании выплачивать долг на первоначальных условиях. В результате Минфин России 17 февраля 2016 г. подал иск против Украины в Высокий суд Лондона, но в конце апреля российская сторона согласилась дать ответчику отсрочку в связи с формированием нового правительства.

При выполнении этих условий платежи Украины частным кредиторам (только по данным варрантам) будут равны:

- За четвертый процентный пункт реального прироста ВВП (или часть этого пункта, если прирост окажется в промежутке от 3 до 4%) — 15% от абсолютного выражения этого пункта (или его части при приросте от 3 до 4%). При средних 4% прироста и объеме ВВП более 125,4 млрд долл. по номиналу такая схема дает ежегодные платежи не менее 188 млн долл. до 2040 года.
- За пятый процентный пункт реального прироста ВВП (или любое превышение 4%) — 40% этого прироста экономики. Тут и кроется возможная выгода для держателей долга, поскольку «пятый процентный пункт» прироста ВВП обойдется бюджету Украины в примерно 500 млн долл. в год платежей по варрантам (сверх 188 млн долл. за «четвертый процентный пункт»).

Отметим, что в 2015 году ВВП Украины снизился до 90,5 млрд долл. по текущему курсу. Таким образом, для начала выплат по варрантам в 2021 году в ближайшие годы, помимо роста реального объема ВВП, необходимы (и, видимо, предполагались МВФ в 2015 году при обсуждении условий реструктуризации частного долга Украины) также укрепление гривны к доллару, улучшение условий торговли, приход внешних инвестиций и многое другое. В апрельском прогнозе 2016 года МВФ ожидает стабилизацию курса гривны к доллару в ближайшие годы, но этого недостаточно — пока даже в 2020 году объем ВВП ожидается на уровне менее 123 млрд долл., причем реальный ВВП страны достигнет уровня 2013 года только в 2021 году (График 7). Сложность долгосрочного прогнозирования украинской экономики понятна, ее параметры регулярно пересматриваются (последние расчеты МВФ базируются на фактических данных Госстата Украины по динамике ВВП Украины в 2010–2015 годах без учета Крыма и Севастополя).

В целом схема с варрантами выглядит довольно жестко — при успешном развитии экономики Украины с 2021 года произойдет значительное увеличение платежей по госдолгу (хотя в соглашении есть оговорка, что в 2021–2025 годах платежи по варрантам не могут превышать 1% ВВП), но лучших условий Украина не смогла добиться. За резкое облегчение долговой нагрузки в 2016–2018 годах Украина будет платить тем больше, чем лучше будет выходить из кризиса. События, которые произойдут через три-пять лет, сейчас могут казаться очень отдаленными, к тому же действительно трудно предсказать реальные темпы роста Украины и объемы ее платежей по долгам. Фактически МВФ дает специфический рецепт, смысл которого в том, что структурные реформы и победа над коррупцией должны не только привести к существенному экономическому росту, но и через пять лет роста дать ресурсы для выплаты долгов. Это предполагает радикальное изменение типа развития экономики Украины и заметное ежегодное опережение роста в Европе в течение следующих десяти лет. А пока формирование нового правительства Украины стало одним из необходимых условий получения третьего транша МВФ в размере 1,7 млрд долл. и связанных с ним кредитных траншей США, ЕС и Всемирного банка общим объемом 2,3 млрд долл. Всякое улучшение ситуации с финансированием после таких тяжелых лет было бы благоприятно для бюджета Украины. Но вопрос о долгосрочных источниках роста (даже при политической стабилизации) остается открытым.

