

Экономика и финансовые рынки: текущее состояние и перспективы

Тимофеев Д.В.

ПФ ГУ ВШЭ

14 мая 2010

Европейский долговой кризис

Стоимость 5-ти летних
суверенных CDS стран PIIGS,
Украины, РФ, Норвегии (мин).

Ukraine	556
Greece	515
Portugal	195
Ireland	160
Russia	144
Spain	136
Italy	132
Germany	46
Norway	21



96) Options

97) Bookmarks

98) Hide

G 190 - test

12/31/1998

05/11/2010

Monthly

Layout Custom

Custom CCY

Bailout Hyperinflation

Long-Term
Capital
(\$3.5 Bln)

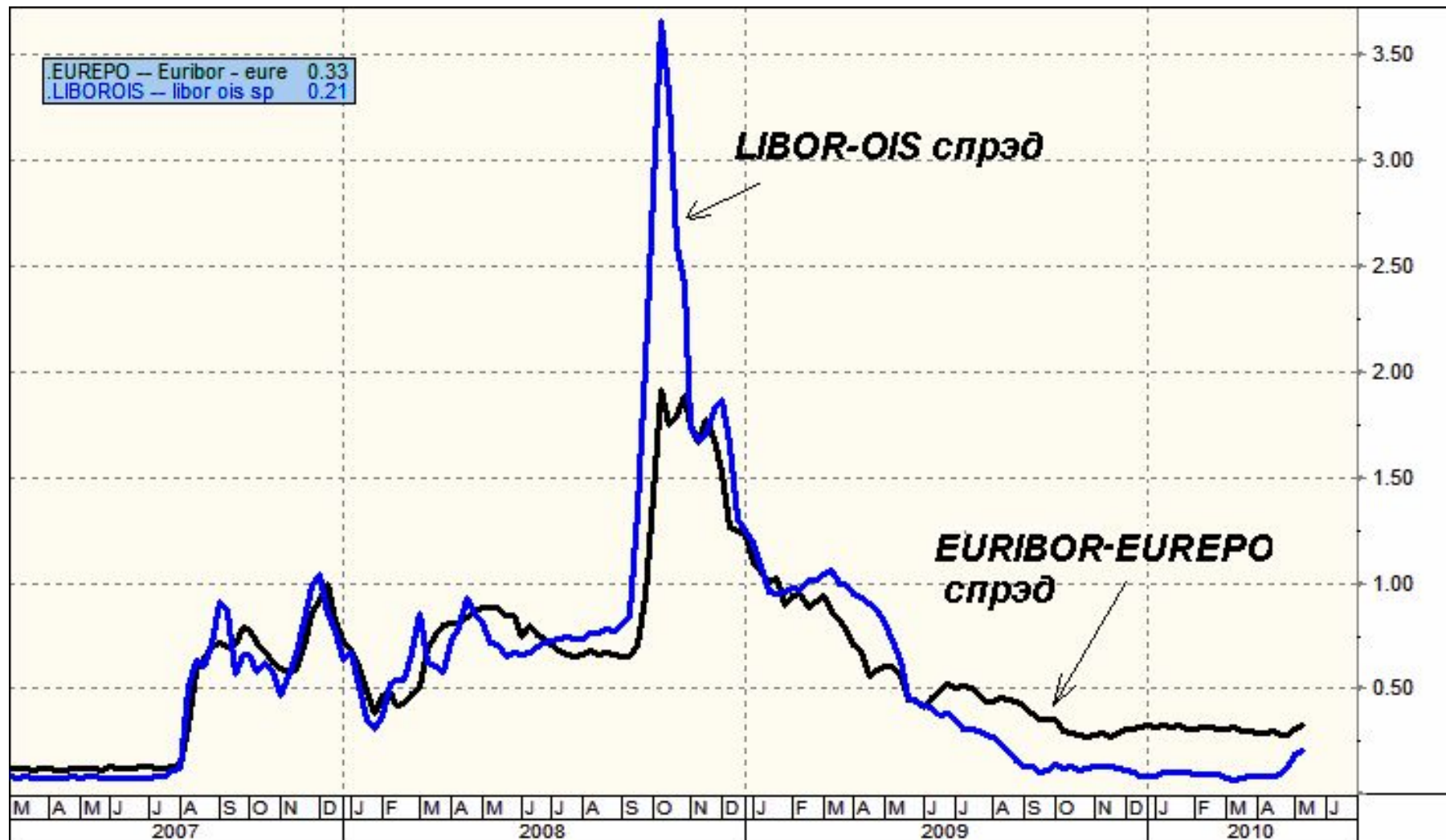
Bear Stearns
(\$29 Bln)

TARP
(\$700 Bln)

European
Stabilization Fund
(\$1 Trillion)

Dec 1998	Mar 2008	Oct	May 2010
Australia 61 2 9777 8600	Brazil 5511 3048 4500	Europe 44 20 7330 7500	Germany 49 69 9204 1210
Japan 81 3 3201 8900	Singapore 65 6212 1000	U.S. 1 212 318 2000	Hong Kong 852 2977 6000

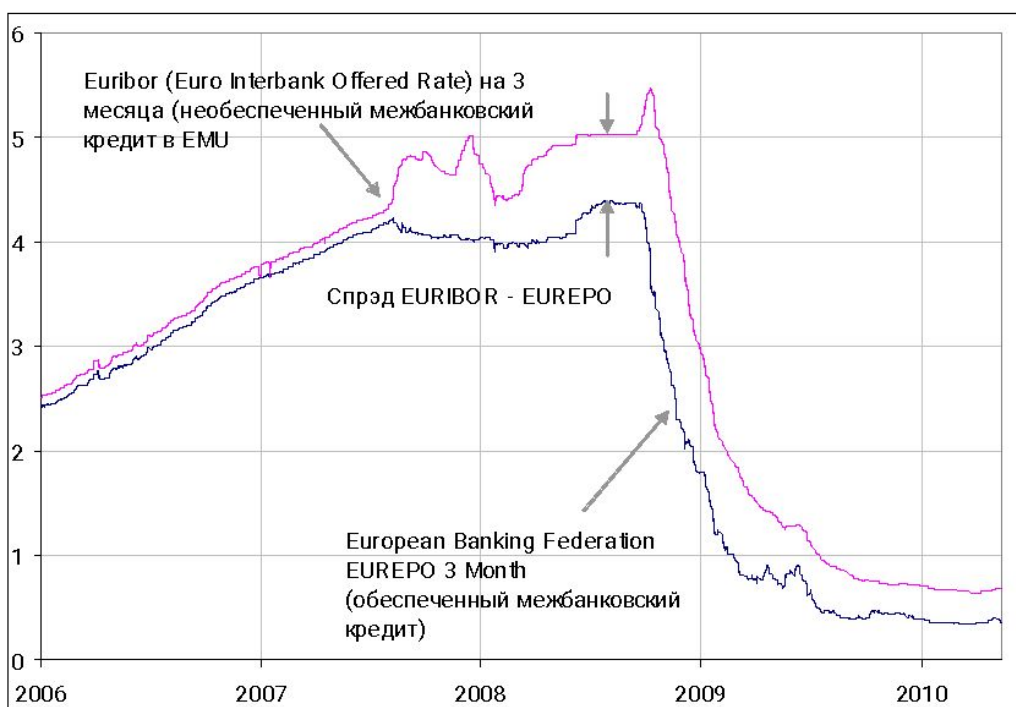
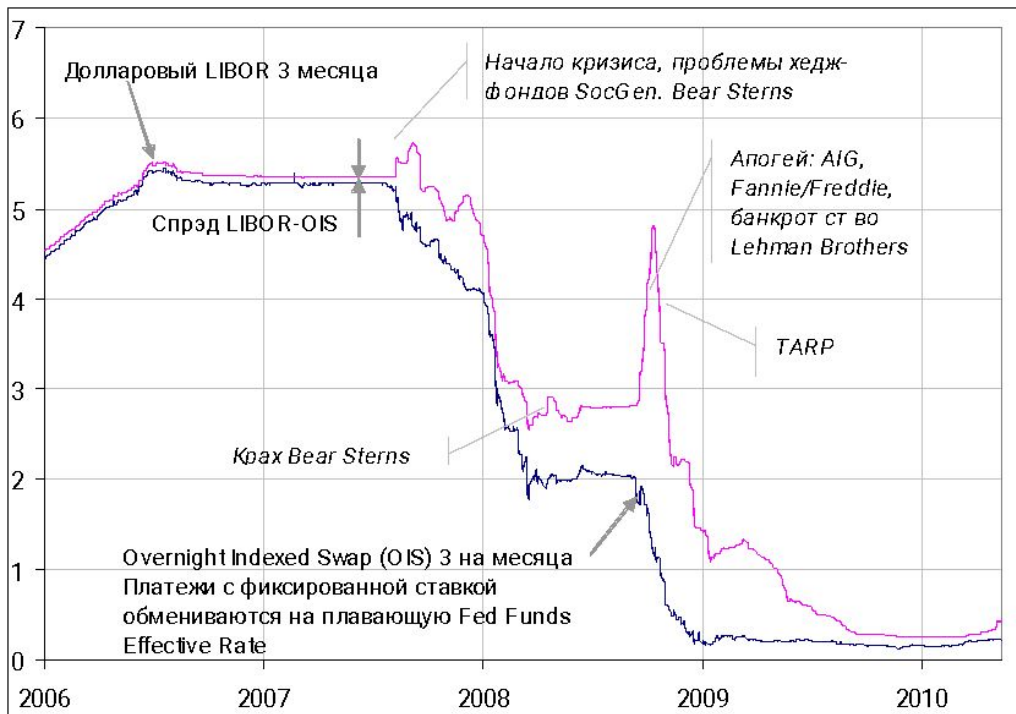
Температура финансового кризиса



Спрэды между рисковым и обеспеченным межбанковским кредитом характеризуют взаимное доверие банков друг к другу

Contagion risk

- Банки и финансовые компании = посредники на рынке капитала = инфраструктура
- Капитализм без капитала не существует.
Разрушение фин.рынков => падение экономики => разрушение фин.рынков => ...
- Спасение банков на деньги налогоплательщиков – неприятный, но необходимый шаг
 - Moral hazard
 - To big (/interconnected) to fail
 - «Bernanke put»



Единая валюта ЕС:

- В период надувания недвижимости был приток капитала «гламурные зоны» Испании или Греции
=> строительный и экономический бум
- Приток вызывал опережающий рост зарплат и уровня цен в этих зонах, особенно в секторе «неторгуемых» товаров и услуг
- Крах недвижимости, прекращение финансовой подпитки сделало экономики неконкурентоспособными
- Негибкость зарплат и цен не позволяет экономике приспособиться

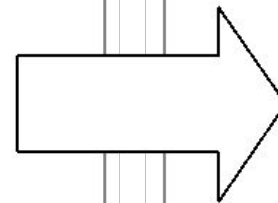
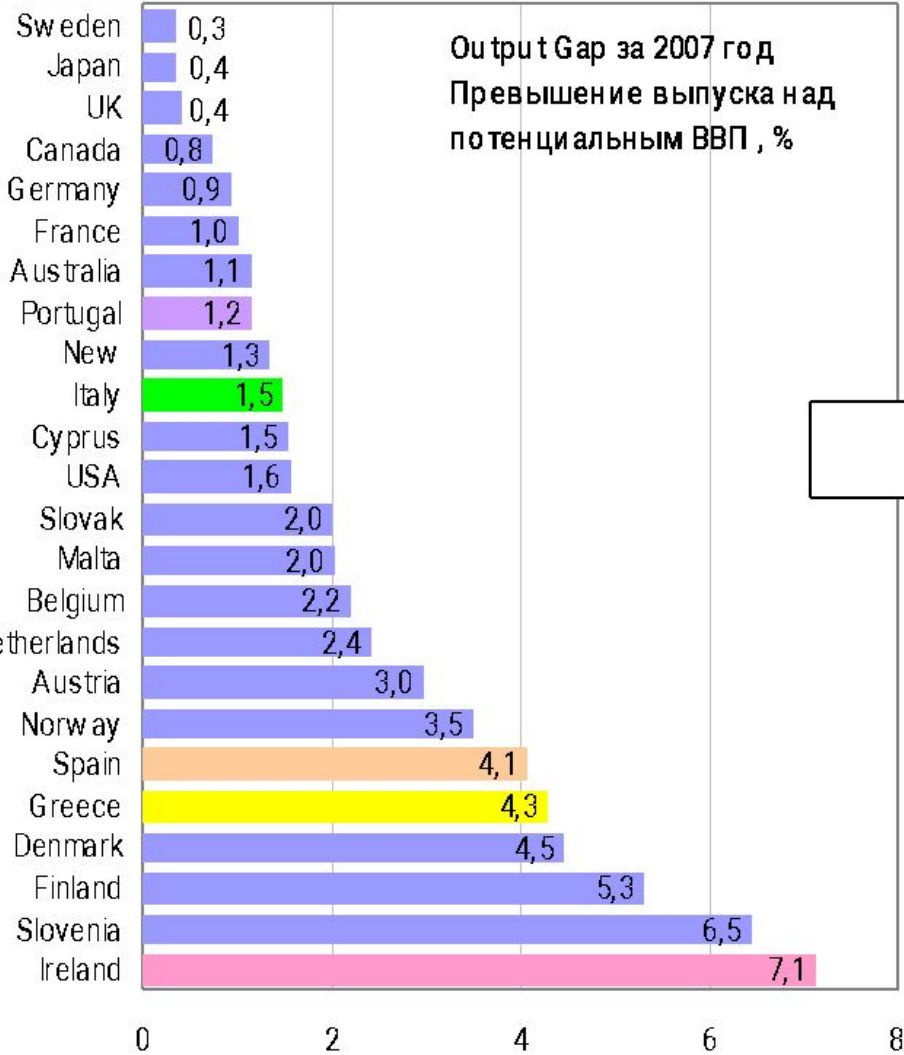
Тест жизнеспособности: PIGS*

- Доходы правительства падают, для исполнения социальных обязательств запускается дефицит
- Инвесторы ставят под сомнение платежеспособность стран – отток из финансового сектора уязвимых стран усиливается
- Если с заимствования растет с 2% до 10%=> при уровне долга Греции в 113%/ВВП только проценты займут 11.3%/ВВП. Расходы бюджета (25% от ВВП) на проценты вырастают с ~2% от ВВП до 10% от ВВП – половина бюджета (!)
- Возникает порочные циклы спада:
финансовый рынок → реальная экономика,
-> доходы бюджета ->...

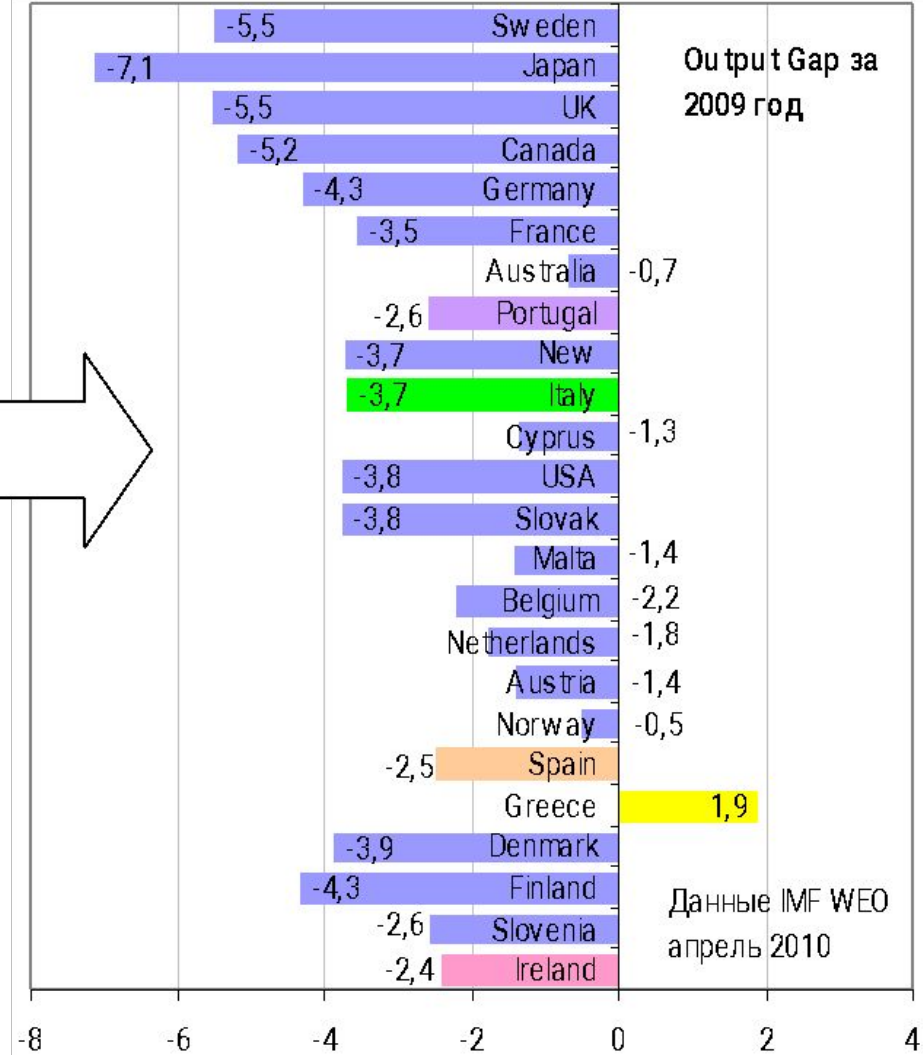
*Акроним Portugal, Ireland, Greece, Spain – «отстающие» страны ЕС,
(+Italy = PIIGS)

«Перегретая» экономика в цифрах

Output Gap за 2007 год
Превышение выпуска над
потенциальным ВВП, %

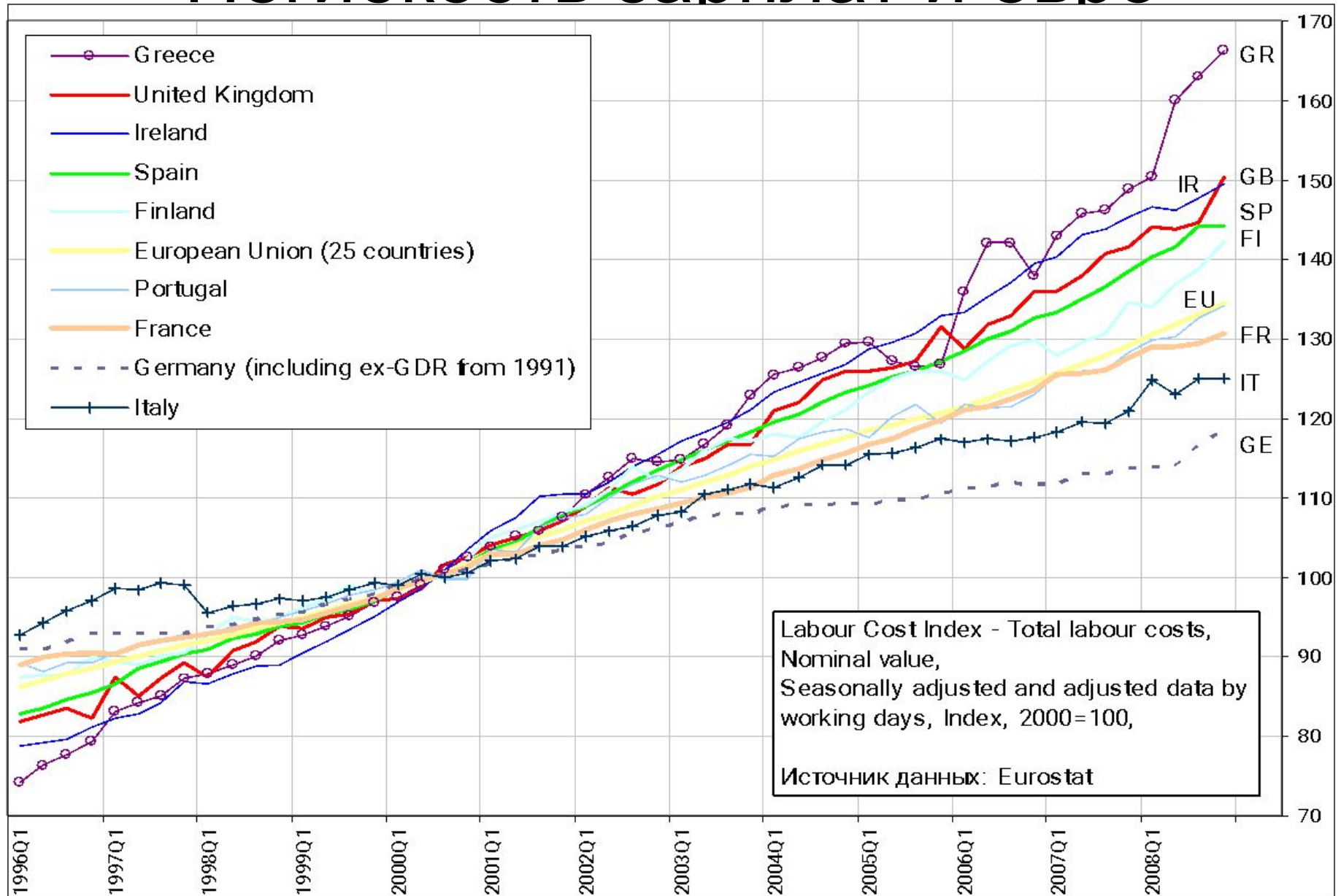


Output Gap за
2009 год



Данные IMF WEO
апрель 2010

Негибкость зарплат и евро



Проблема не уровне долга *per se*, а в структурных дефицитах

PUBLIC DEBT % OF GDP 2009 est. Данные ЦРУ World Factbook

1	Zimbabwe	304
2	Japan	192
3	Saint Kitts and Nevis	185
4	Lebanon	156
5	Jamaica	132
6	Singapore	118
7	Italy	115
8	Greece	113
9	Sudan	105
10	Belgium	99
11	Iceland	95
12	Nicaragua	87
13	Sri Lanka	83
14	Egypt	80
15	France	80
16	Hungary	78
17	Israel	78
18	Germany	77
19	Portugal	75
20	Canada	72

21	Jordan	70
22	United Kingdom	69
23	Ghana	68
24	Malta	67
25	Austria	67
26	Cote d'Ivoire	64
27	Ireland	64
28	Netherlands	62
29	Croatia	61
30	Norway	60
31	India	60
32	Philippines	59
33	Uruguay	59
34	Mauritius	58
35	Malawi	58
36	Bhutan	58
37	World	56
38	Salvador	55
39	Albania	55
40	Kenya	54

41	Morocco	54
42	United States	53
43	Cyprus	52
44	Vietnam	52
45	Spain	50
46	Panama	50
47	Costa Rica	49
48	Argentina	49
49	Turkey	49
50	Malaysia	48
51	Poland	48
52	UAE	47
53	Tunisia	47
54	Brazil	47
70	Mexico	38
88	Ukraine	30
124	Russia	7

Единая (фиксированная) валюта: минусы

- В одной стране в одно время могут быть регионы с депрессией и бумом
 - В рамках правительство перераспределит доходы
 - В монетарном союзе ЕС трансферты а-ля «Германия-Греция» возможны лишь в редких случаях
 - => для пострадавших стран в ЕС выход один - ужиматься
- Фиксированная валюта сродни единой валюте, ломает механизм естественного шок-абсорбера – валютного курса

Нежизнеспособность евро?!

- Не может быть монетарного союза без фискального и политического
 - Стабилизационный фонд на €750 млрд.
 - Центральное согласование бюджетов стран ЕМУ
- *«Англичане должны поставить памятник Соросу на Трафальгарской площади»*
(за операцию «Сорос против банка Англии» и отказа от евро)
- Джим Роджерс: *Стабилизационный фонд – гвоздь в крышку гроба евро*
- Нуриэль Рубини: *Греции все равно придется выйти из зоны евро и объявить дефолт, как и другим «отстающим» странам*

Плавающая валюта = shock absorber

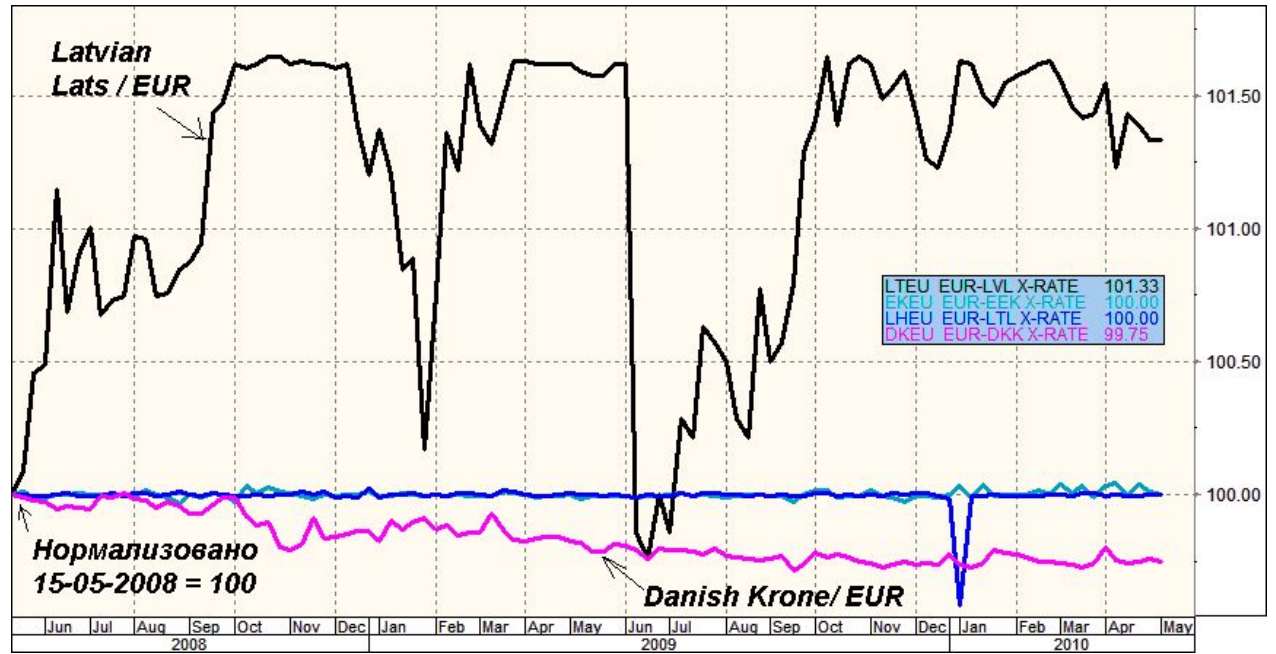
- Многие страны после девальвации превращались в бурно растущие страны – «как птица Феникс»
- В IS-LM моделях девальвация оказывает стимулирующее влияние через мультипликатор чистого экспорта
- Девальвация «развязывает руки» центральному банку и позволяет снизить ставки и увеличить предложение денег

Рег и единая валюта

Худший результат по ВВП
в 2009 г

Latvia	-17.8
Lithuania	-15
Ukraine	-14.1
Estonia	-14.1
Russia	-7.9
Moldova	-7.7
Finland	-7.6
Ireland	-7.5
Slovenia	-7.3
Romania	-7.2
Georgia	-7
Hungary	-6.7
Iceland	-6.6
Mexico	-6.5
Turkey	-5.6
Japan	-5.3

ЦРУ Factbook



Худший рост ВВП показывают страны с управляемыми курсами

- Неадекватность монетарной политики (несовместимый треугольник: ставки и объем денег)
- Управляемый обменный курс не позволяет приспособиться экономике

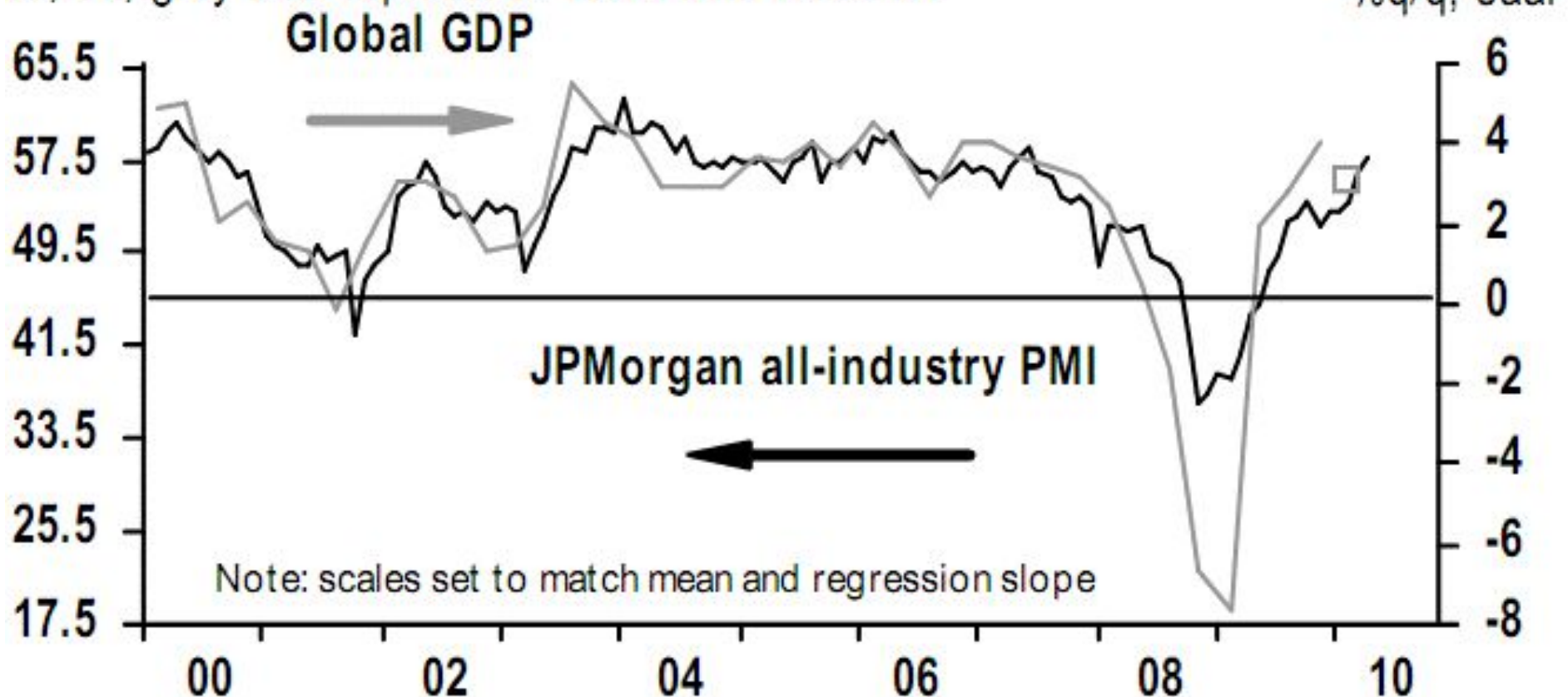
Евро и паритет покупательной способности



Великая депрессия не удалась

Global activity indicators

DI, sa; grey box represents 1Q10 GDP forecast



1. «Партия второй волны» получила временные аргументы в виде Греции
2. Однако мировая экономика продолжает восстановление

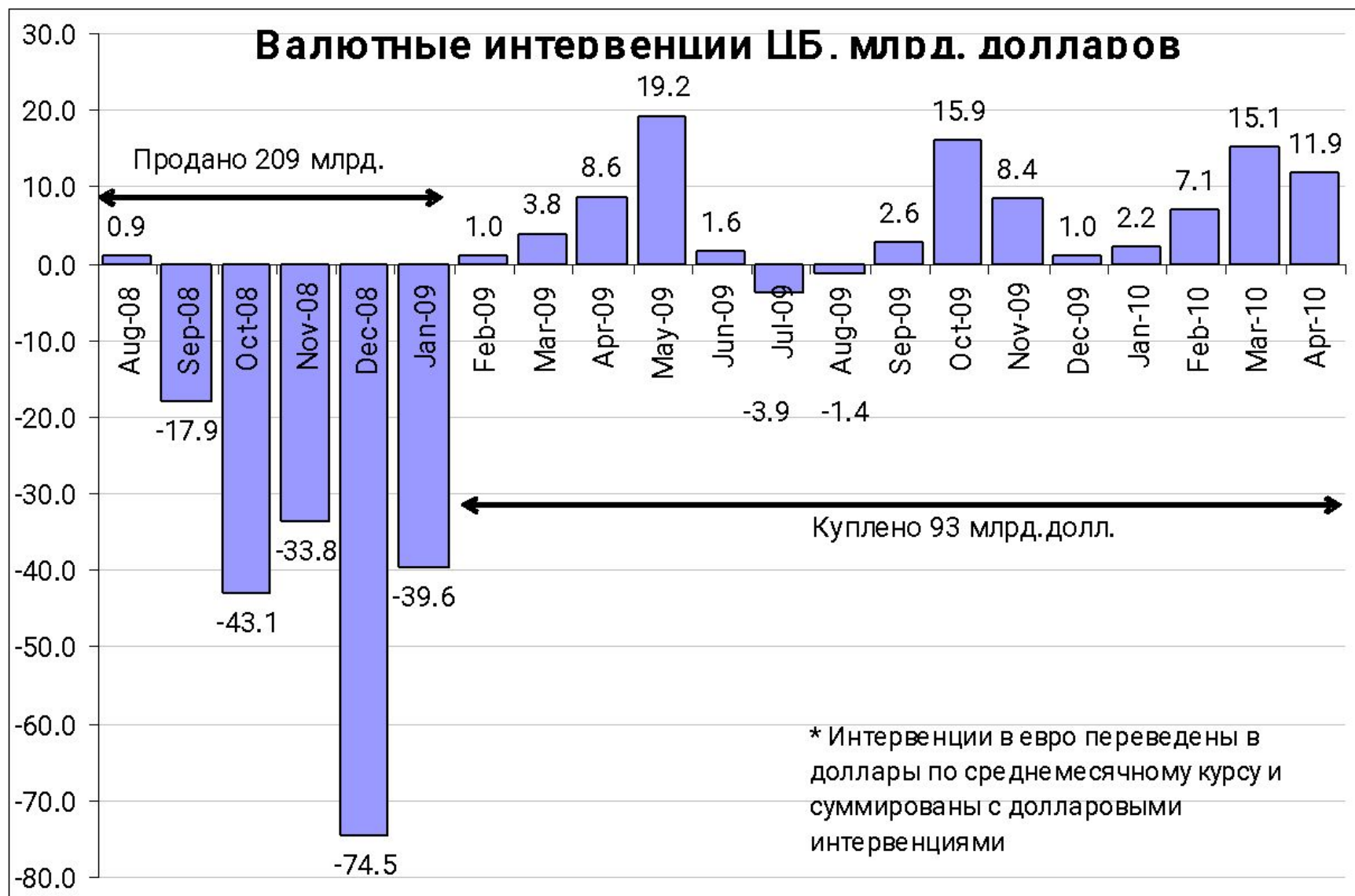
Fed exit strategy

- ✓ Прекращение покупки ценных бумаг на открытом рынке
- ✓ Закрытие специальных программ рефинансирования в ФРС (lending facilities)
- ? Восстановление взаимного доверия в финансовой среде
- ? Снижение безработицы (сокращение output gap)
- ? Изъятие избыточных резервов (нормализация денежной базы)
- ? Повышение ставок до нормального уровня (~4-5%)

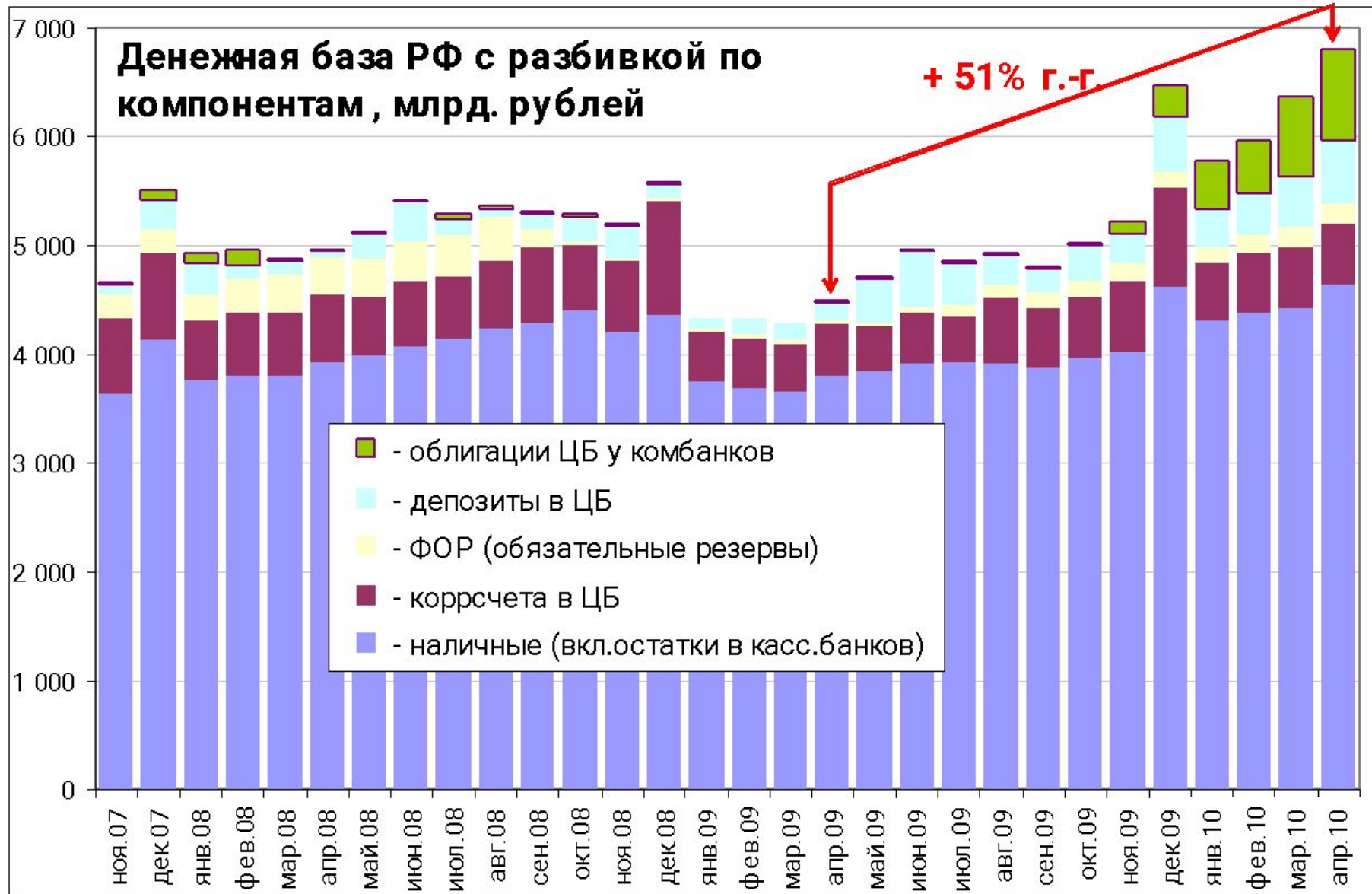
Бивалютная корзина: ждем продолжения тренда



Цена укрепления

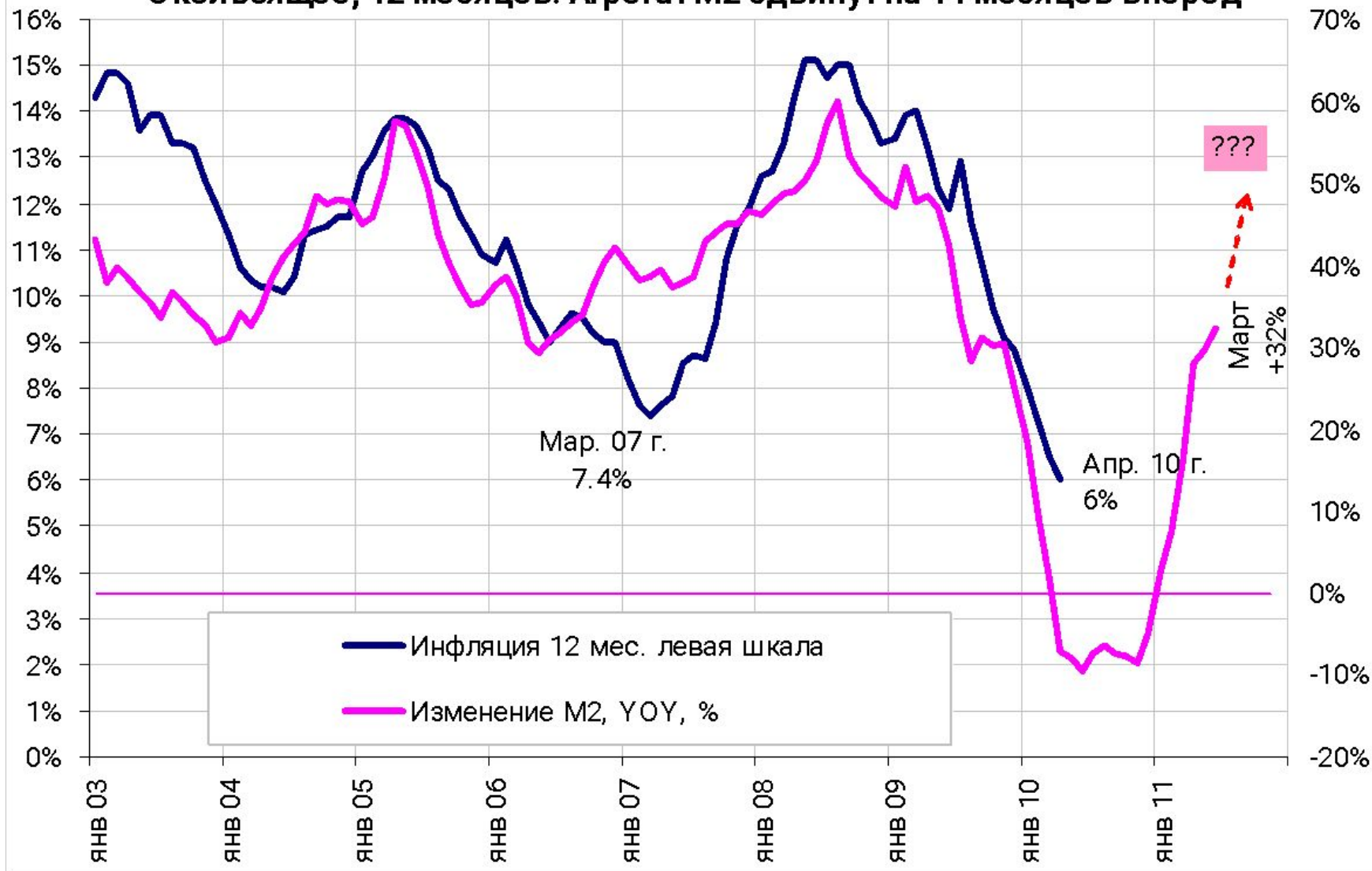


РФ: накачка рублями в процессе



Победа над инфляцией... временная

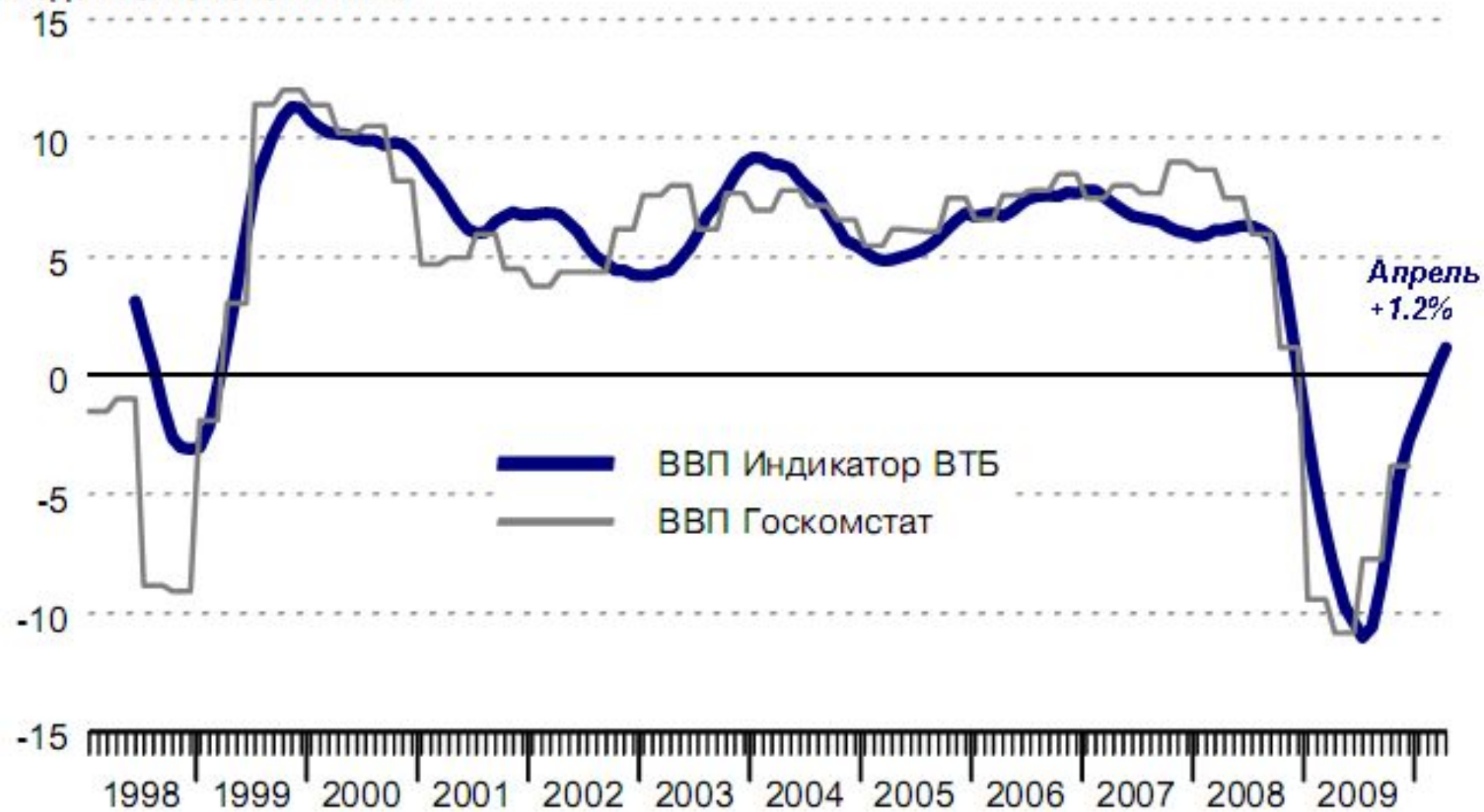
Сравнение динамики изменения агрегатов М2 и инфляции
Скользящее, 12 месяцев. Агрегат М2 сдвинут на 14 месяцев вперед



И где же рефляция?

Российский Индикатор ВВП

Годовые изменения в %





Почему денежная накачка не обязательно ведет к экономическому восстановлению?

- Центральные банки не всегда способны вытащить экономику из спада:
 - Работоспособность посредников (достаточность капитала/ плохие долги/ взаимное доверие)
 - Желание дать в долг, доверие к реальному сектору
 - Желание взять долг – нет проблемы отрицательных балансов

(что бывает редко, после большого пузыря активов вместе с большим рычагом в экономике, США 2009, Япония 90-е*)
- Поводок можно натянуть, но нельзя толкнуть

* См. Ричард Ку «The Holy Grail of Macro Economics: Lessons from Japan's Great Recession»