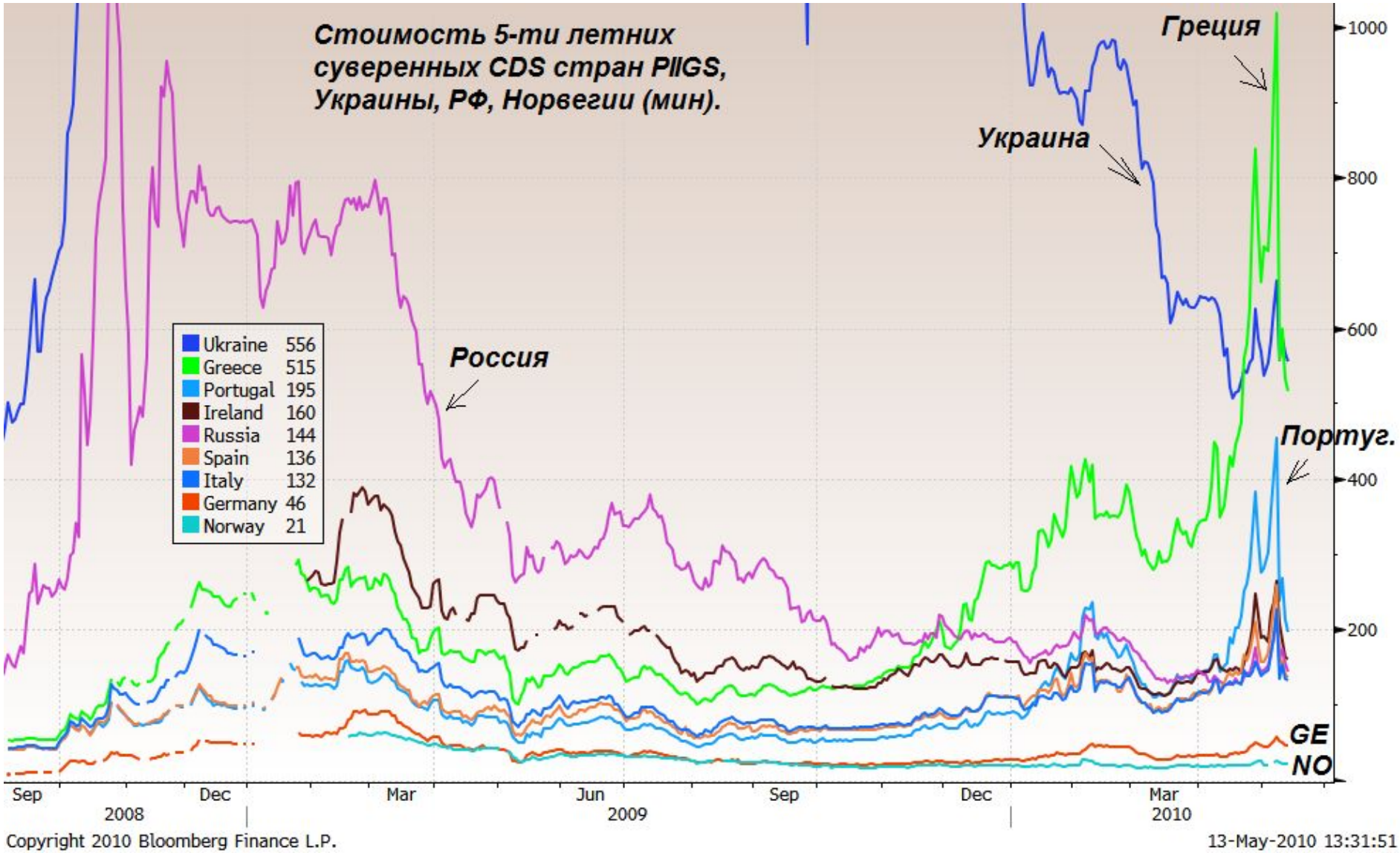
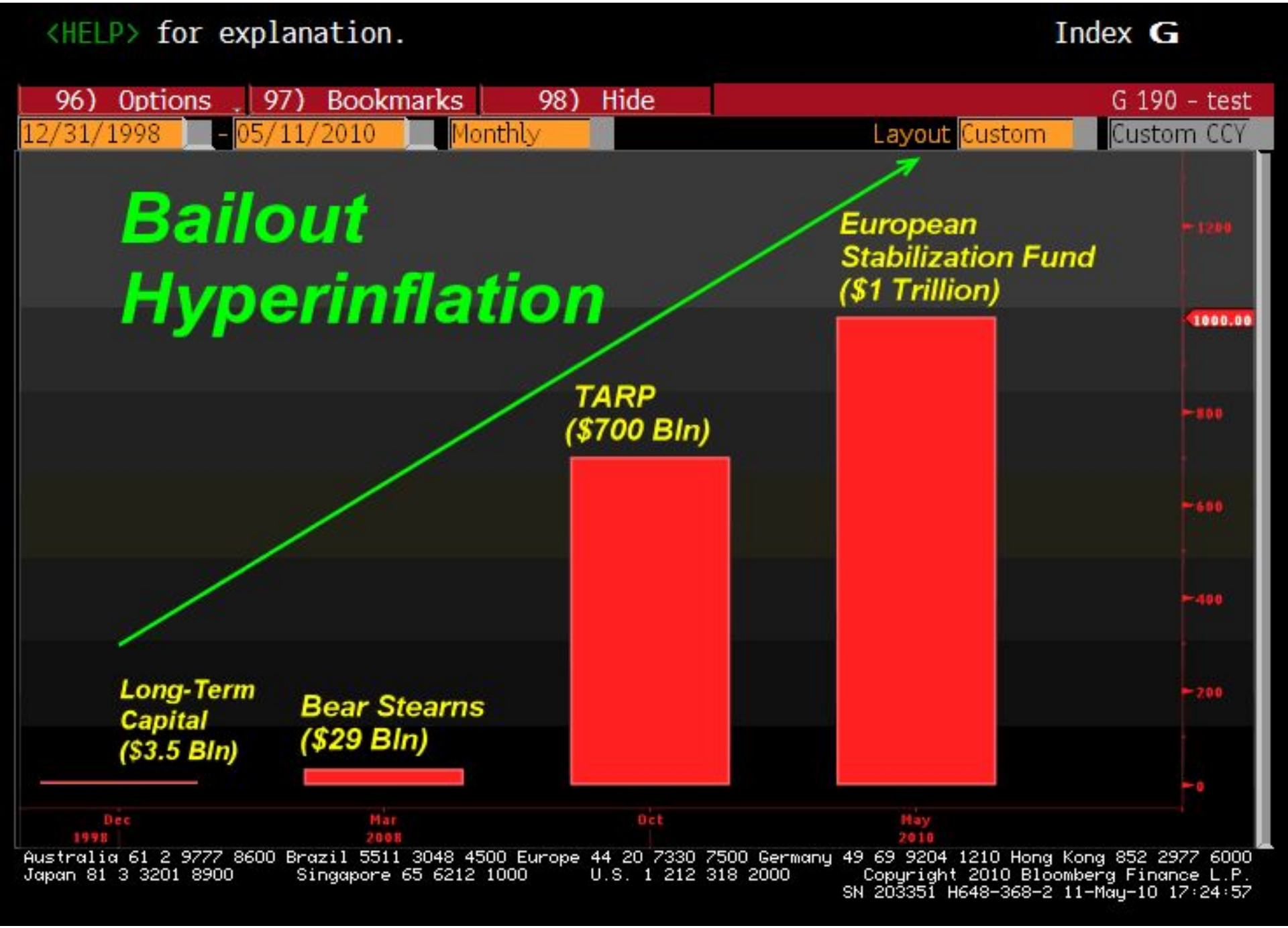
Экономика и финансовые рынки: текущее состояние и перспективы

Тимофеев Д.В.
ПФ ГУ ВШЭ
14 мая 2010

Европейский долговой кризис

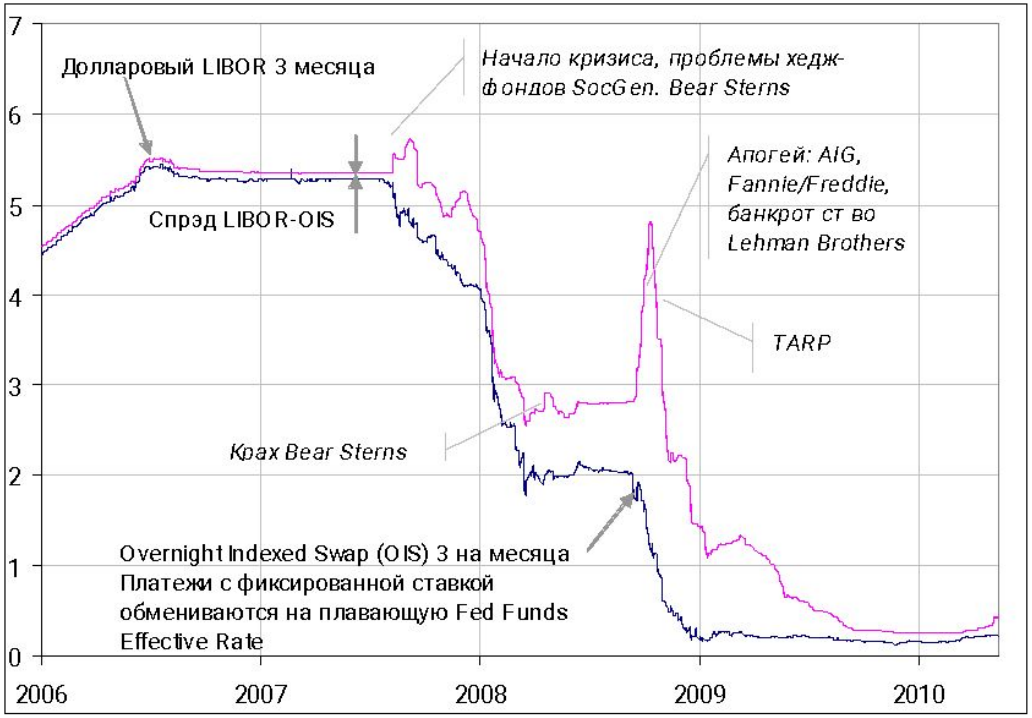


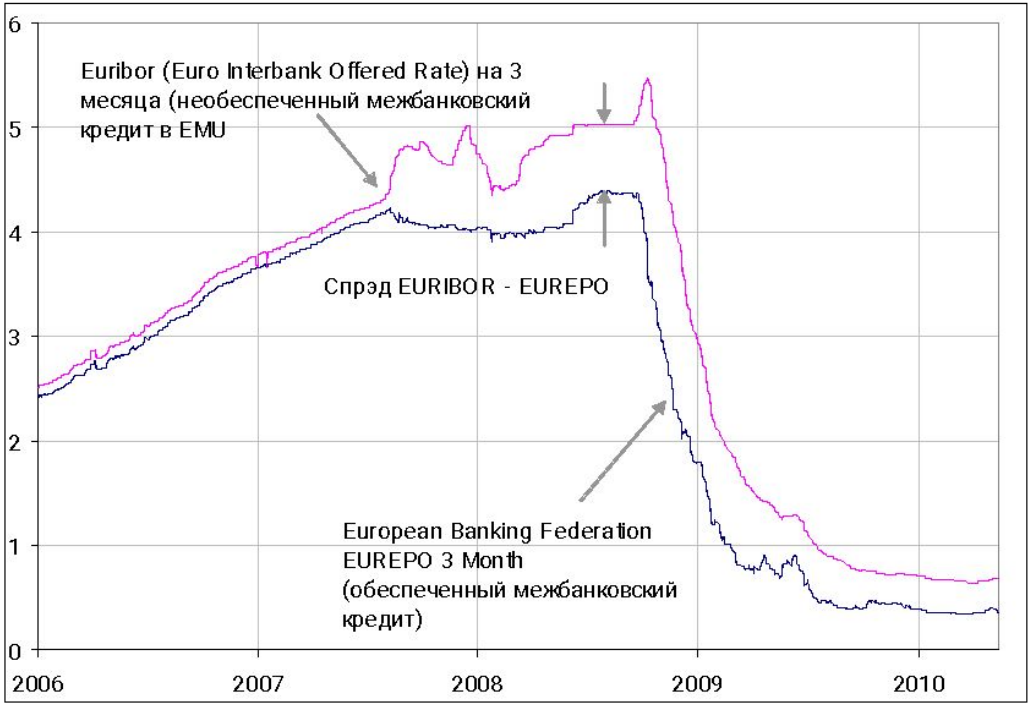

<HELP> for explanation.
Index G
96) Options
97) Bookmarks
98) Hide
G 190 - test
12/31/1998
05/11/2010
Monthly
Layout
Custom
Custom CCY
Bailout
Hyperinflation
European
Stabilization Fund
($1 Trillion)
TARP
($700 Bln)
Long-Term
Capital
($3.5 Bln)
Bear Stearns
($29 Bln)
1200
1000.00
800
600
400
200
0
Dec
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 Hong Kong 852 2977 6000
Japan 81 3 3201 8900 Singapore 65 6212 1000 U.S. 1 212 318 2000 Copyright 2010 Bloomberg Finance L.P.
SN 203351 H648-368-2 11-May-10 17:24:57

Junk bonds в Западной Европе

Температура финансового кризиса

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





Contaigion 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:

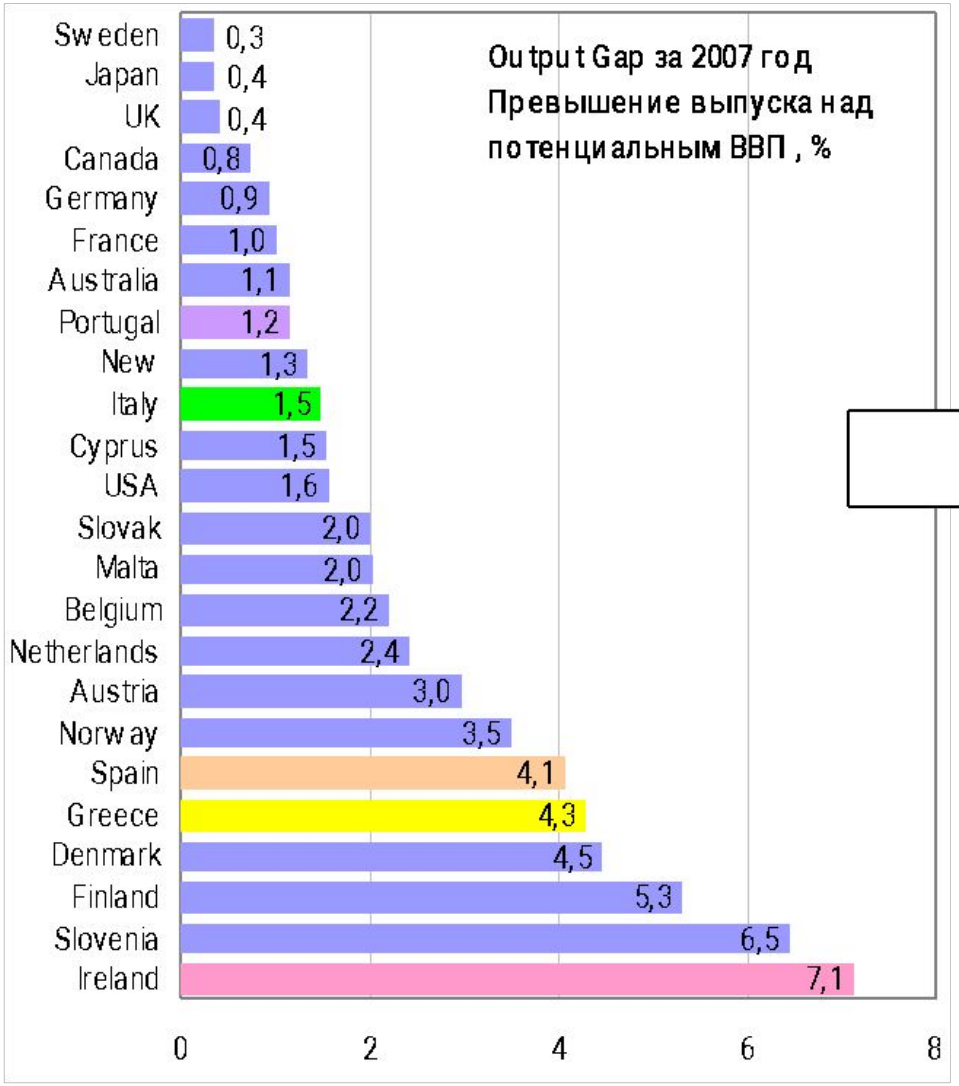
- В период надувания недвижимости был приток капитала «гламурные зоны» Испании или Греции
=> строительный и экономический бум
- Приток вызывал опережающий рост зарплат и уровня цен в этих зонах, особенно в секторе «неторгуемых» товаров и услуг
- Крах недвижимости, прекращение финансовой подпитки сделало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

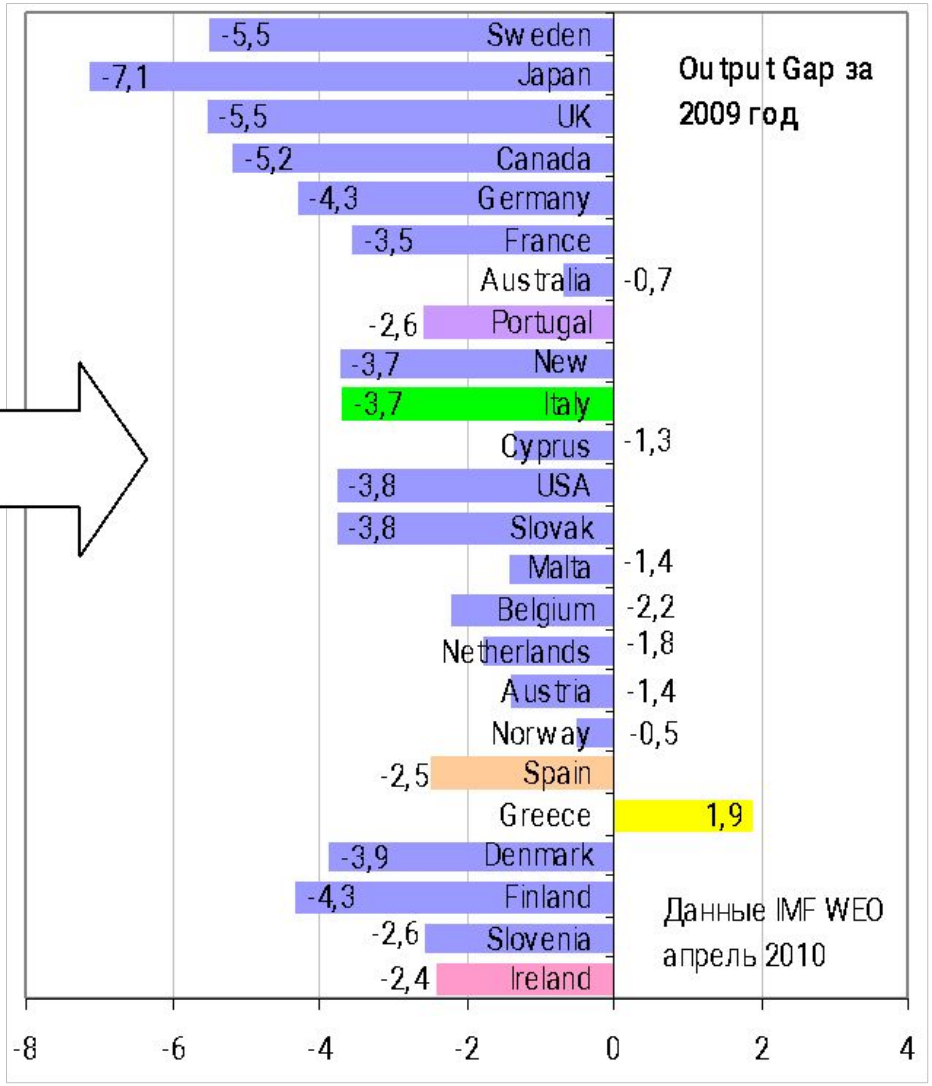
Тест жизнеспособности: PIGS*

- 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 ->…

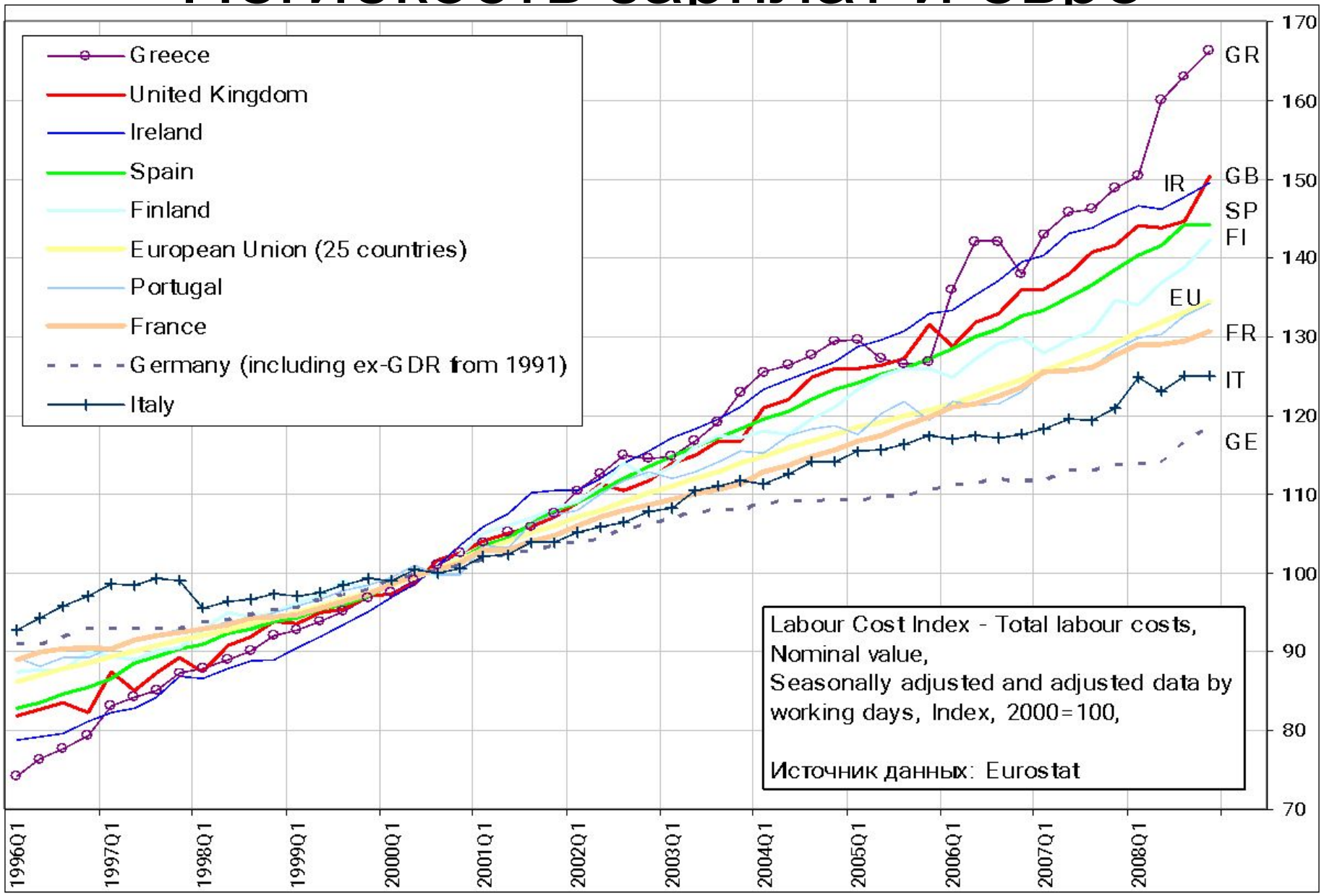
*Акроним Portugal, Ireland, Greece, Spain – «отстающие» страны ЕС, (+Italy = PIIGS)

«Перегретая» экономика в цифрах





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	21	Jordan	70	41	Morocco	54
2	**Japan**	**192**	**22**	**United Kingdom**	**69**	**42**	**United States**	**53**
3	Saint Kitts and Nev	185	23	Ghana	68	43	Cyprus	52
4	Lebanon	156	24	Malta	67	44	Vietnam	52
5	Jamaica	132	25	Austria	67	**45**	**Spain**	**50**
6	Singapore	118	26	Cote d'Ivoire	64	46	Panama	50
7	**Italy**	**115**	**27**	**Ireland**	**64**	47	Costa Rica	49
8	**Greece**	**113**	28	Netherlands	62	48	Argentina	49
9	Sudan	105	29	Croatia	61	49	Turkey	49
10	Belgium	99	30	Norway	60	50	Malaysia	48
11	Iceland	95	31	India	60	51	Poland	48
12	Nicaragua	87	32	Philippines	59	52	UAE	47
13	Sri Lanka	83	33	Uruguay	59	53	Tunisia	47
14	Egypt	80	34	Mauritius	58	**54**	**Brazil**	**47**
15	France	80	35	Malawi	58			
16	Hungary	78	36	Bhutan	58	70	Mexico	38
17	Israel	78	**37**	**World**	**56**			
18	**Germany**	**77**	38	Salvador	55	88	Ukraine	30
19	**Portugal**	**75**	39	Albania	55			
20	Canada	72	40	Kenya	54	**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 a-là «Германия-Греция» возможны лишь в редких случаях
    => <u>для пострадавших стран в ЕС выход один - ужиматься</u>
- 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 EMU

- *«Англичане должны поставить памятник Соросу на Трафальгарской площади»*
  (за операцию «Сорос против банка Англии» и отказа от евро)
- Джим Роджерс: *Стабилизацинный 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

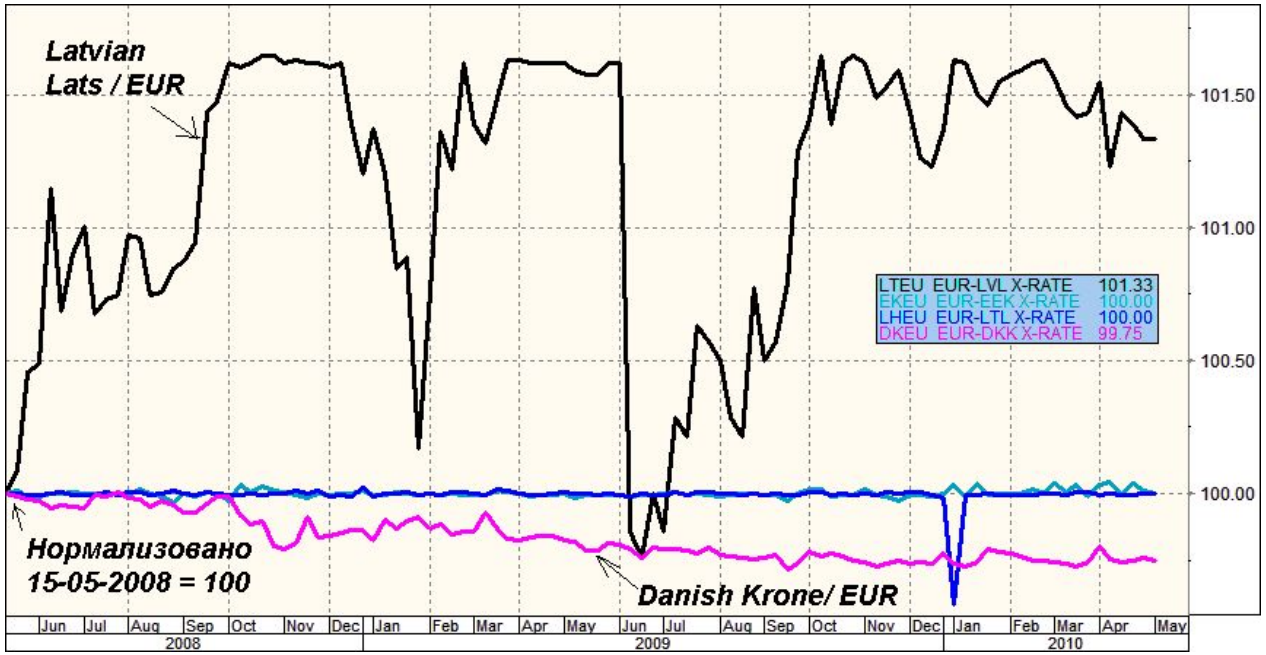
- Многие страны после девальвации превращались в бурно растущие страны – «как птица Феникс»
- В IS-LM моделях девальвация оказывает стимулирующее влияние через мультипликатор чистого экспорта
- Девальвация «развязывает руки» центральному банку и позволяет снизить ставки и увеличить предложение денег

Peg 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



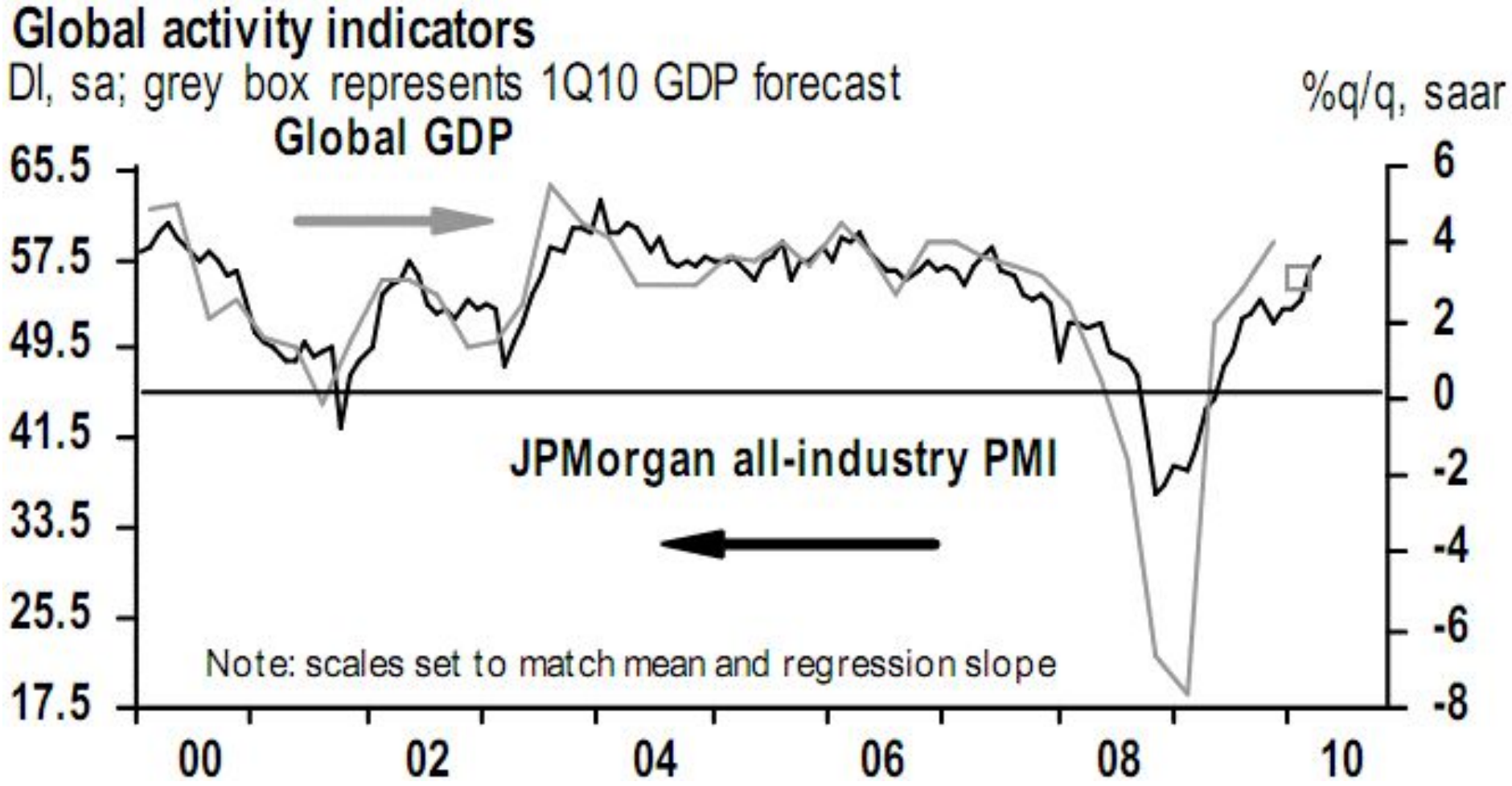
Худший рост ВВП показывают страны с управляемыми курсами

- Неадекватность монеатрной политики (несовместимый треугольник: ставки и объем денег)

- Управляемый обменный курс не позволяет приспособиться экономике

Евро и паритет покупательной способности

Великая депрессия не удалась



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

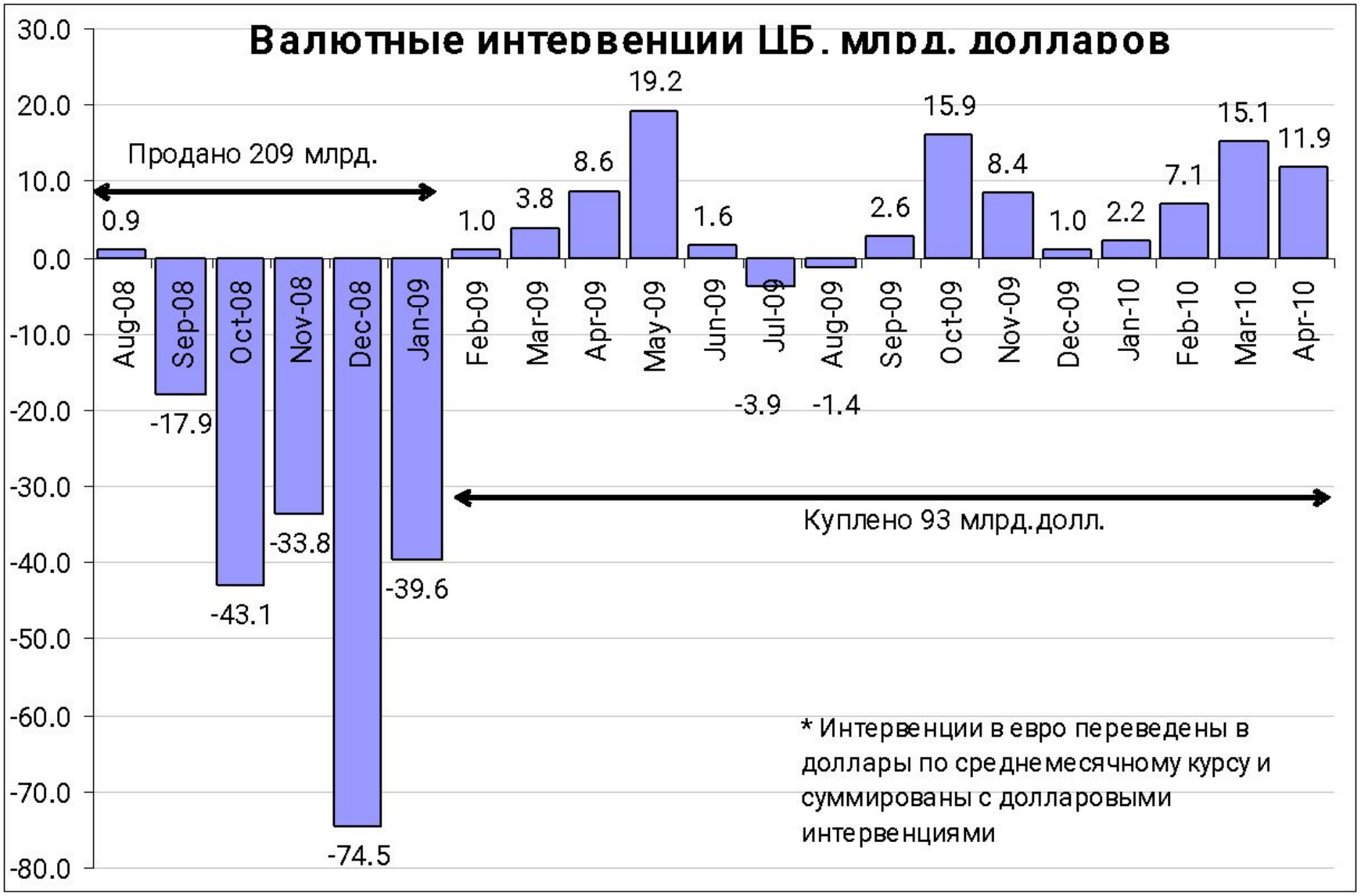
? Снижение безработицы (сокращение output gap)

? Изъятие избыточных резервов (нормализация денежной базы)

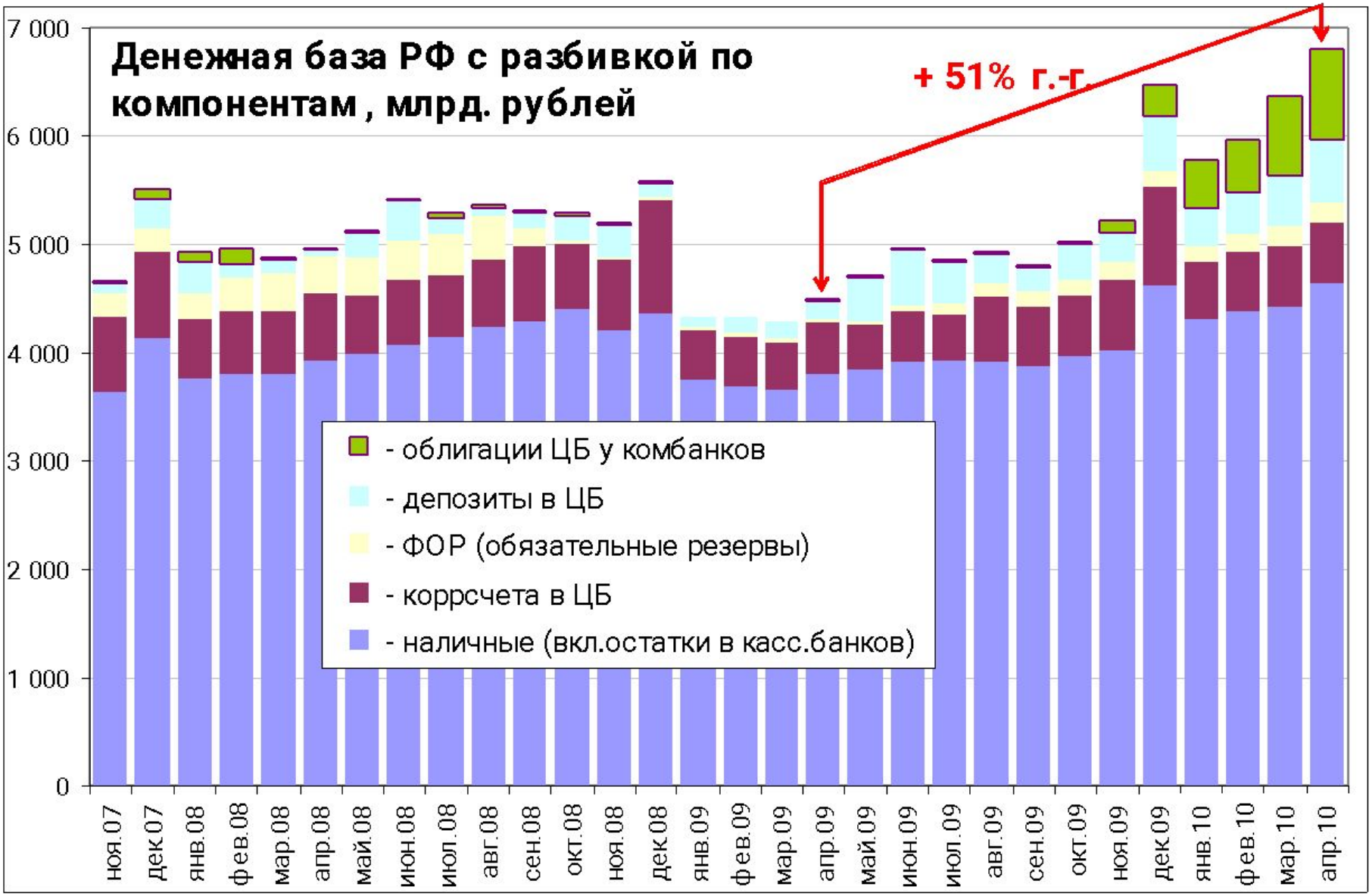
? Повышение ставок до нормального уровня (~4-5%)

Бивалютная корзина: ждем продолжения тренда

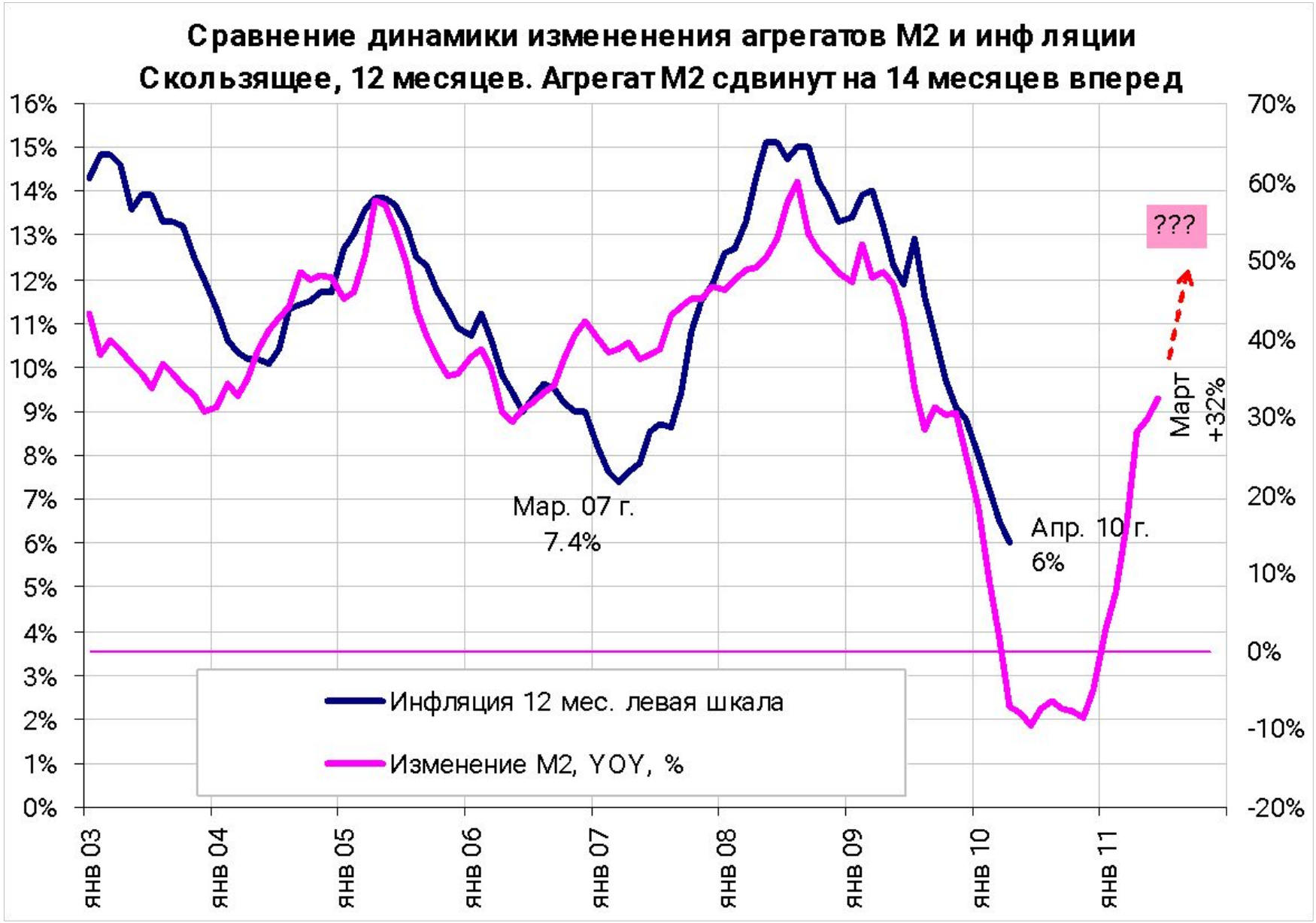
Цена укрепления



РФ: накачка рублями в процессе



Победа над инфляцией… временная



И где же рефляция?

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»