Александр МОРОЗОВ,
главный экономист по России и странам СНГ, HSBC Bank (RR)

Несмотря на сохраняющиеся долговые проблемы в еврозоне, большой бюджетный дефицит в США и ускорение инфляции в развивающихся странах 2011 год обещает быть позитивным для финансовых рынков. Сочетание умеренных темпов роста мировой экономики и исторически низких процентных ставок в большинстве развитых стран способствует притоку капитала в рискованные активы.

Содружество РИСКОВ

ЭКОНОМИКА СТРАН СНГ В 2011 ГОДУ

В общем и целом ситуация в глобальной экономике и финансах благоприятствует странам СНГ. Вместе с тем, как и в 2010 году, экономика России, Украины и Казахстана, трех крупнейших стран Содружества, будет развиваться по-разному. Все три страны сильно зависят от экспорта одной товарной позиции: Россия и Казахстан — углеводородов, Украина — продукции черной металлургии. Глобальный спрос и мировые цены на эти товары во многом определяют обьемы экспорта и состояние экономик данных стран.

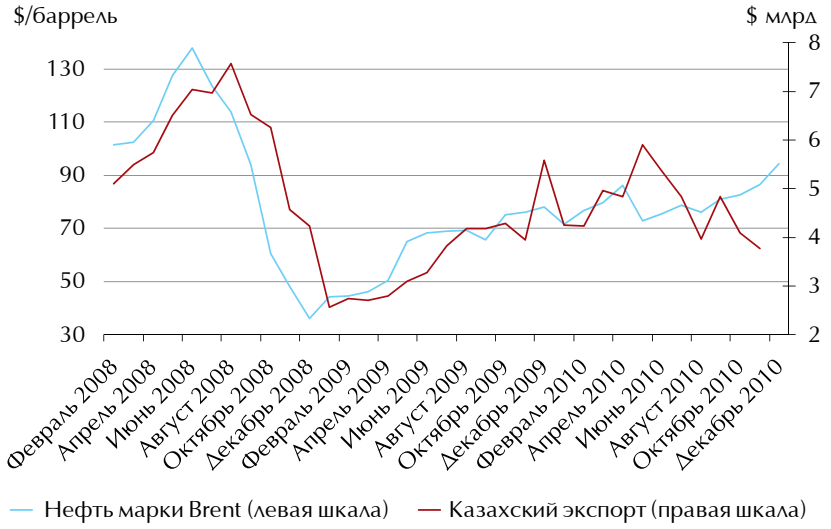
Значительный рост мировых нефтяных цен в конце 2010 – начале 2011 года должен подтолкнуть рост экономик России и Казахстана. В России мы прогнозируем рост ВВП в 2011 году на 4.8%, в Казахстане — на 6.5%, что выше текущих официальных прогнозов и темпов роста этих стран в настоящее время.

Для Украины ситуация выглядит более неопределенной. Снижение темпов роста потребления стали в Китае и понижение цен фьючерсов на сталь скорее указывают на наличие рисков для украинской черной металлургии в 2011 году, чем на благоприятную ситуацию. Вместе с тем, ускорение экономического роста в России способно поддержать рост других экспортных отраслей украинской промышленности: трубной, машиностроительной, пищевой. Кроме того, Украина сохраняет потенциал для ускорения увеличения частного внутреннего потребления за счет постепенно снижающейся нормы накопления. В целом мы ожидаем роста экономики Украины в 2011 году на 4%, то есть примерно на уровне 2010 года.

Что касается инфляции, то продолжающийся рост цен на продовольствие в мире будет поддерживать повышенный инфляционный фон и в странах СНГ, где продовольственные товары составляют существенную долю потребительской корзины. При этом инфляция в России может обогнать инфляцию в Казахстане и Украине, так как к ценовому шоку, ведущему к росту продовольственных цен, в России добавится сильная монетарная составляющая. Мы ожидаем, что к середине 2011 года инфляция в России разгонится до двухзначной величины. Шансы на некоторое замедление роста потребительских цен видны лишь во второй половине года при условии, что мировые цены на продо-

Рисунок 1
Цена нефти Brent и объем российского экспорта

Источники: Reuters, Росстат



Источники: Reuters, Агенство Республики Казахстан по статистике

Рисунок 2
Цена нефти Brent и объем казахстанского экспорта

вольствие стабилизируются, а инфляционные ожидания российских потребителей существенно не вырастут.

В Украине монетарные факторы работают на снижение темпов роста потребительских цен. Однако рост мировых цен на продовольствие не может не затронуть Украину, несмотря на ее продовольственную самодостаточность. Доля продовольственных товаров в потребительской корзине в стране превышает 50%, что делает инфляцию восприимчивой к динамике продовольственных цен. Кроме того, рост административно регулируемых цен и тарифов должен добавить как минимум 3 п.п. к инфляции этого года, по оценкам Министерства экономики. Поэтому результирующая инфляция в Украине может оказаться на достаточно высоком уровне в этом году.

В Казахстане рост продовольственных цен представляет основную угрозу для в целом стабильного инфляционного фона в 2011 году. В конце 2010 года инфляция вплотную приблизилась к верхней границе целевого диапазона, 8% (в среднегодовом выражении). Учитывая продолжающийся рост мировых и российских цен на продовольствие, вероятность того, что инфляция в Казахстане превысит уровень 8% в ближайшие месяцы, достаточно велика, что потребует от правительства и НБК принятия дополнительных антиинфляционных мер.

Положение с госфинансами наиболее устойчиво в Казахстане. С учетом Национального фонда (НФ), в который перечисляется значительная часть нефтегазовых доходов страны, бюджет в стране продолжает оставаться профицитным. НФ устойчиво растет, а превышение расходных потребностей бюджета над доходами с учетом фиксированного трансферта из НФ покрывается внутренними заимствованиями. Они создают также основу для роста активов независимых пенсионных фондов.

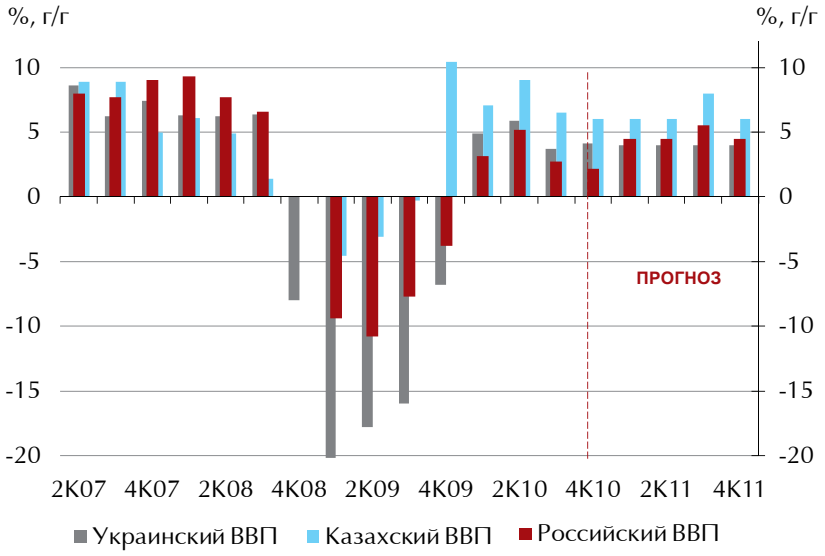
Россия второй год подряд исполнила бюджет с дефицитом (3.9% ВВП для федерального бюджета). Несмотря на значительное снижение дефицита по сравнению с 2009 годом и с планом на 2010 год, в значительной мере это произошло благодаря росту нефтегазовых цен и связанных с ними доходов бюджета. Как и в 2009 году, бездефицитность бюджета в прошлом году была возможна только при ценах на нефть выше $100 за баррель. Таким образом, уязвимость бюджетной конструкции из-за возможного падения нефтяных цен сохранилась. Повышение налогового бремени в 2011 году должно несколько снизить уязвимость бюджета, а более высокий уровень нефтяных цен — обеспечить дефицит ниже 3% ВВП, если только не произойдет существенного роста бюджетных расходов в преддверии выборов. В то же время, сохраняющаяся высокая зависимость от нефтегазовых цен и перевес бюджетных расходов в сторону социальной поддержки, обороны и правоохранительной деятельности в ущерб инфраструктурным и инвестиционным расходам несут в себе серьезные риски в среднесрочной перспективе.

Украина также добилась существенного сокращения бюджетного дефицита в 2010 году и планирует его дальнейшее уменьшение в 2011 году до 3.1% ВВП (бюджет центрального правительства). Устойчивое снижение бюджетного дефицита представляет собой непростую задачу, требующую проведения болезненных структурных реформ, для чего необходимо национальное согласие. Вместе с тем, госдолг Украины, включая выданные гарантии, превысил

Рисунок 3
Цена стали и объем украинского экспорта

Источники: Reuters, Государственный комитет статистики Украины

40% ВВП в 2010 году и продолжает находиться на траектории роста, приближаясь к отметкам, чувствительным для суверенного риска. Более 60% госдолга приходится на внешние обязательства. Вероятное ослабление курса гривны из-за ослабления платежного баланса страны может подтолкнуть уровень госдолга еще выше даже при низком уровне бюджетного дефицита и сделать стоимость его обслуживания более высокой. Хотя мы не предполагаем, что Украина столкнется с большими бюджетными и долговыми проблемами в 2011 году, в среднесрочной перспективе ситуация продолжает оставаться неустойчивой.



Источники: Росстат, Государственный комитет статистики Украины, Агенство Республики Казахстан по статистике, HSBC

Рисунок 4
ВВП Украины, России и Казахстана

ФИНАНСОВЫЕ РЫНКИ СТРАН СНГ В 2011 ГОДУ

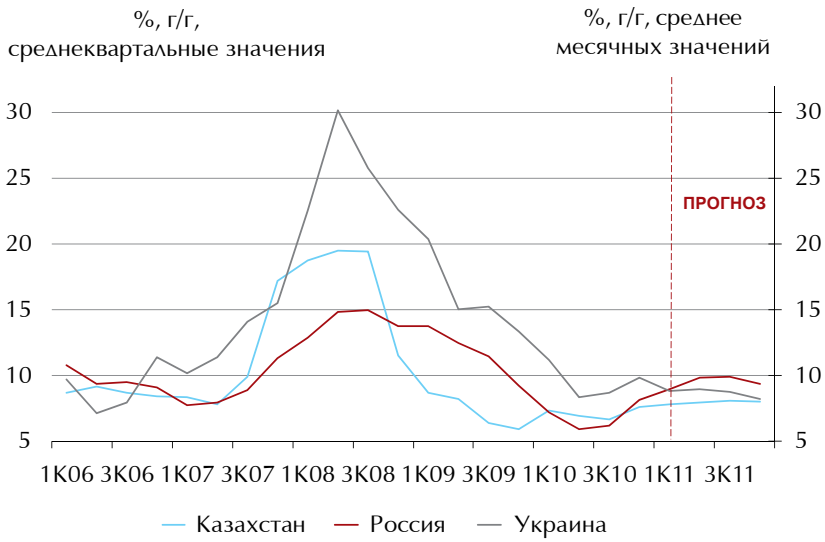
С точки зрения ситуации на валютном рынке, перспективы казахского тенге выглядят наиболее благоприятными по сравнению с рублем и гривной. Устойчиво высокий приток прямых иностранных инвестиций (ПИИ) в экономику Казахстана в сочетании с профицитом счета текущих операций, который поддерживается высокими ценами на нефть, создают повышательное давление на курс национальной валюты. Степень укрепления тенге зависит от политики НБК: вероятный рост инфляции выше целевой отметки 8%, скорее всего, заставит НБК прибегнуть к более гибкой курсовой политике, используя укрепление тенге в качестве одной из антиинфляционных мер.

Российский рубль, как и в прошлом году, обещает повышенную волатильность и разнонаправленную динамику в течение 2011 года. Положительная сезонность и скачок экспорта, движимый ростом нефтяных цен, создают повышательное давление на курс и ведут к укреплению рубля внутри плавающего валютного коридора в первом-втором квартале 2011 года. Вторая половина года сулит разочарование: опережающий рост импорта «съест» значительную часть положительного сальдо по текущим операциям, а вероятное усиление оттока капитала перед парламентскими и президентскими выборами развернет тренд в сторону ослабления курса рубля. В отличие от Украины и Казахстана, в России сальдо притока-оттока ПИИ сохраняется устойчиво отрицательным на протяжении последних двух лет. Это является одной из причин, почему курс рубля оказывается таким чувствительным и снижению профицита по счету текущих операций.

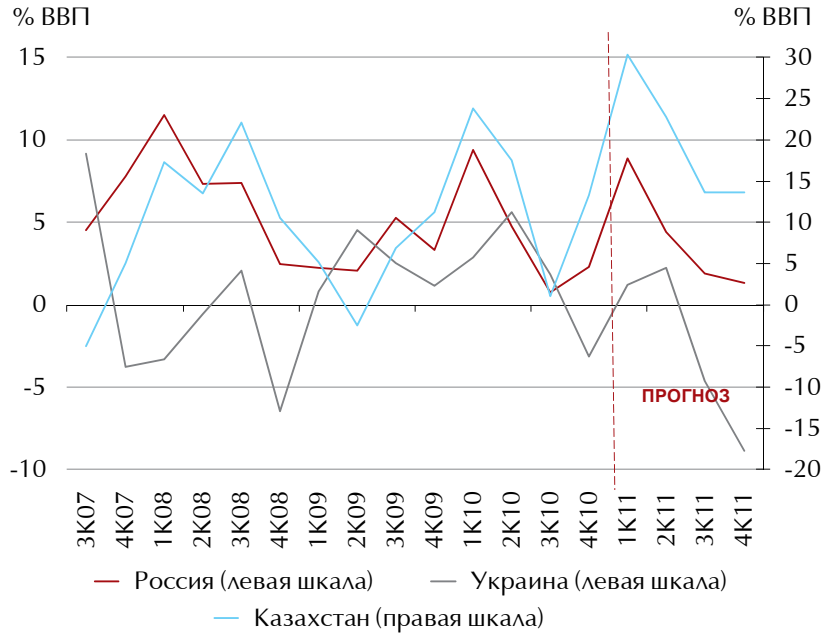
Для украинской гривны фундаментальные факторы наименее благоприятны в 2011 году. Сезонные факторы в состоянии создать временное повышательное давление на гривну во втором – начале третьего квартала 2011 года. Однако вероятное дальнейшее ухудшение торгового баланса и сальдо по текущим операциям в течение года при сохранении в целом неблагоприятного инвестиционного климата для ПИИ создадут сильное понижательное давление на гривну во второй половине года. Ожидаемый переход к более гибкому валютному курсу через таргетирование курса гривны к корзине валют или лимитирование валютных интервенций позволит гривне ослабнуть, что создаст стимулы для роста экспорта и ограничит рост импорта.

Долговой рынок и рынок акций Казахстана также выглядит наиболее привлекательным в 2011 году. Более высокие темпы роста казахской экономики, более низкая инфляция, укрепляющаяся валюта в сочетании с сильным бюджетом, низким уровнем

Рисунок 5
Инфляция в России, Украине и Казахстане



Источники: Росстат, Государственный комитет статистики Украины, Агенство Республики Казахстан по статистике, HSBC



Источники: ЦБР, НБУ, НБК, HSBC

Рисунок 6
Баланс счета по текущим операциям и ПИИ

госдолга и устойчиво растущими международными резервами страны делают Казахстан нашим фаворитом среди крупнейших стран СНГ в 2011 году. Планируемые IPO крупнейших казахских компаний привлекут дополнительное внимание к Казахстану со стороны международных инвесторов.

Перспективы роста российских фондовых рынков в 2011 году тоже выглядят неплохо, особенно в первой половине года. Вторая половина обещает быть гораздо более волатильной. Вероятное замедление темпов экономического роста к концу года, ухудшение платежного баланса, возможное ослабление курса рубля и предстоящие выборы выступят в качестве сдерживающих факторов для российских фондовых рынков.

На фоне Казахстана и России фондовые рынки Украины выглядят наиболее спекулятивными. В целом стабильная макроэкономическая ситуация в 2011 году может привести к спекулятивному ралли на фондовых рынках Украины, однако наличие серьезных структурных проблем в экономике несет в себе высокие риски для ее устойчивого развития, стабильности госфинансов и платежного баланса в среднесрочной перспективе. Частично эти структурные проблемы решаются в рамках согласованной с МВФ программой stand-by. Задержки и непоследовательность в реализации данной программы способны привести к значительной коррекции на фондовых рынках Украины.

Премиум-тариф, включающий
все информационные услуги Cbonds

Cbonds Premium

Для оформления платного
или пробного доступа
к услуге зайдите в раздел
меню «Доступ к сайту»
на сайте Cbonds.info

на правах рекламы