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

2012-Й ОБЕЩАЕТ СТАТЬ ГОДОМ ПОВЫШЕННОЙ ВОЛАТИЛЬНОСТИ И НЕУСТОЙЧИВЫХ ТЕНДЕНЦИЙ В МИРЕ И РОССИИ. МНОГИЕ МАКРОЭКОНОМИЧЕСКИЕ ТРЕНДЫ МОГУТ ИЗМЕНИТЬ НАПРАВЛЕНИЕ. В ЭТОЙ СИТУАЦИИ ЛАВИРОВАТЬ НА ФИНАНСОВЫХ РЫНКАХ БУДЕТ ТРУДНО: В РЯДЕ СЛУЧАЕВ ПРИДЕТСЯ ПОЛАГАТЬСЯ ТОЛЬКО НА УДАЧУ.

Россия–2012: как повезет

Фаза ускорения экономического роста в России, наблюдавшаяся во втором полугодии 2011 года, должна смениться замедлением. Вследствие этого рост ВВП в 2012 году должен затормозиться до 3% с 4.2%, ожидаемых по итогам 2011 года. Плавное торможение китайской экономики, снижение темпов роста в США и рецессия в еврозоне создают скорее нейтральный, чем положительный фон для роста российского экспорта и промышленности в целом. HSBC ожидает, что рост российского промпроизводства составит около 2.5% в 2012 году.

Темпы роста внутреннего спроса, весьма вероятно, также снизятся. Частные инвесторы теперь более осторожно смотрят на перспективы российской экономики и, скорее всего, возьмут инвестиционную паузу в 2012 году, чтобы понять, как будет развиваться российская экономическая политика после выборов. Рост частного потребления также должен замедлиться вместе с ожидаемым сокращением темпов роста банковских кредитных портфелей и торможением роста реальных зарплат.

Инфляция будет радовать нас только до середины года, после чего ожидается ее ускорение до 7–7.5% к концу 2012 года. Скажется негативный эффект отложенного на июль повышения тарифов на услуги ЖКХ. Кроме того, низкая база прошлого года будет подстегивать рост продовольственных цен и общую инфляцию во второй половине 2012 года, несмотря на то что монетарные факторы в целом благоприятствуют снижению инфляции.

Бюджет стал профицитным в 2011 году, но ненадолго. Из-за того что потенциал роста мировых нефтегазовых цен исчерпан, рассчитывать на существенный рост сверхплановых доходов в 2012 году уже не приходится. Поэтому даже при отказе от привычной практики дополнительного наращивания расходов в течение финансового года достигнуть бюджетного дефицита ниже 1% ВВП не удастся. Рыночное финансирование дефицита бюджета на внутреннем и внешнем финансовых рынках вряд ли окажется возможным без существенного роста премии к доходности. На это российский Минфин, очевидно, пойти не готов. Поэтому можно ожидать, что Резервный фонд будет распечатан для удовлетворения бюджетных нужд уже в этом году. Впрочем, не исключено, что финансовое ведомство использует для этих целей часть прошлогодних бюджетных накоплений, превысивших 1.6 трлн руб., не перечисляя их в Резервный фонд.

Платежный баланс в текущем году несколько ухудшится. После прошлогоднего роста до 5.6% от ВВП профицит счета текущих операций, по нашим оценкам, должен снизиться до 3.9% от ВВП в 2012 году. К сожалению, большая часть этого профицита опять будет съедена чистым оттоком капитала, который, согласно ожиданиям HSBC, превысит $50 млрд. Отток капитала из России носит устойчивый характер, он обусловлен действием целого комплекса факторов и вряд ли сменится притоком в ближайшие годы.

Процентные ставки, вероятно, совершат очередной кульбит. После снижения до 4–4.5% в первой половине января уже в ближайшие недели ставки овернайт должны вернуться на уровень выше 5% вместе с исчезновением избыточной ликвидности и возобновлением активных операций РЕПО с ЦБР. «Новая реальность» — ситуация, возникшая в четвертом квартале 2011 года, когда процентные ставки на денежном рынке определяются ставками РЕПО ЦБР, а не депозитными ставками — сохранится и в 2012 году. Вместе с тем, весьма вероятно, что резкое замедление инфляции в конце 2011 – начале 2012 года приведет к снижению ставки аукционного РЕПО ЦБР.

По мнению HSBC, снижение ставки может составить кумулятивно 75 б.п. в первом полугодии. Это должно будет несколько снизить ставки на межбанковском рынке, но не отменит «новую реальность».

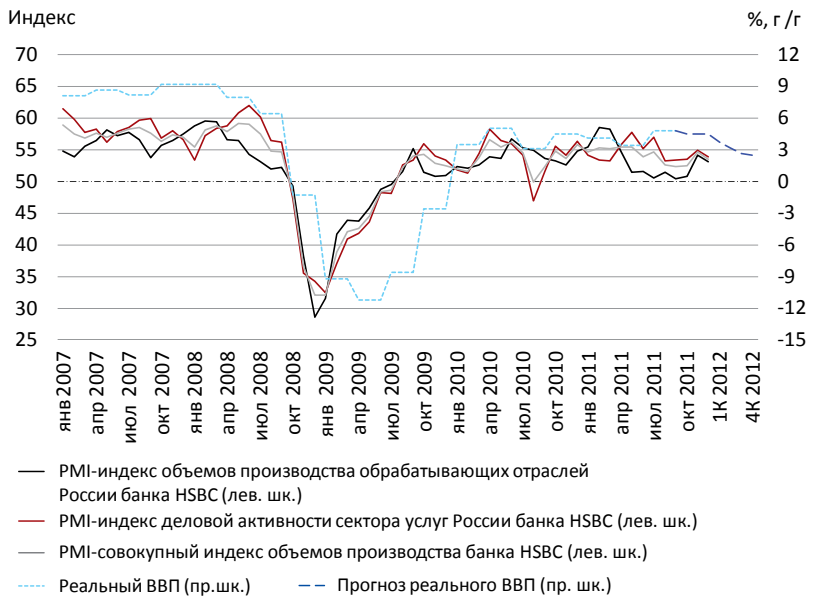
Рынок госбумаг ждут непростые времена. Видимо, рост доходности по ОФЗ и расширение спредов к долларовым евробондам уже закончились. В ближайшее время на фоне поступившей на рынки в конце года ликвидности и ожидаемого снижения процентных ставок ЦБР вероятно некоторое снижение доходности с текущих уровней. К сожалению, вторая половина года может принести разочарование: рост доходности ОФЗ, вероятно, возобновится из-за возрастания курсовых рисков, ускорения инфляции и ужесточения ситуации на денежном рынке.

Курс рубля должен порадовать держателей рублевых активов в первые месяцы года. Сезонность платежного баланса, а именно счета текущих операций, играет на руку рублю. Достижение уровней ниже 30 руб. за доллар США и 34 руб. против бивалютной корзины вполне реально. Но тренд, скорее всего, опять изменится. Рублю предстоит опуститься до новых посткризисных минимумов. HSBC ожидает, что к концу года доллар США будет стоить 32.6 руб., а бивалютная корзина вырастет в цене до 39 руб.

Причина нового раунда ослабления рубля банальна. Она связана с теми же факторами, что сработали против рубля во второй половине 2010 года и 2011 году: при стабилизации нефтегазовых цен повышенный уровень инфляции в России по сравнению с большинством других стран делает производимые в стране товары дороже импортных, стимулирует ускоренный рост последнего, что ухудшает торговый баланс и счет текущих операций. Сохранение значительного оттока капитала из России доделывает остальную работу. Поэтому, в частности, и торговое сальдо, и счет текущих операций России обречены оставаться положительными в ближайшие годы (к счастью, ЦБР уже доказал, что не будет растрачивать свои золотовалютные резервы попусту, противясь объективной тенденции).

Возросшие политические риски сулят повышенную волатильность на российских финансовых рынках и в целом негативно влияют на экономическую динамику в краткосрочной перспективе. В какой мере это будет способствовать политической эволюции страны и активизации необходимых институциональных реформ, что дало бы мощный толчок экономическому развитию России и финансовым рынкам в среднесрочной перспективе, еще предстоит увидеть.

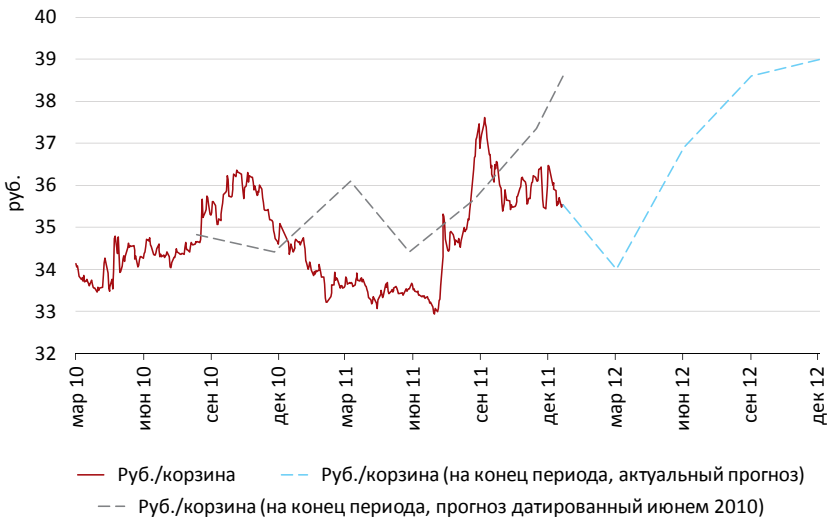
Подводя итоги, можно сказать, что 2012 год обещает быть менее успешным для России с точки зрения динамики экономического развития по сравнению с предыдущим. Финансовые рынки в 2011 году не дали повода для особого оптимизма. Не видим мы серьезных поводов для оптимизма и в наступившем году. Но у финансовых рынков, как мы знаем, может быть свое мнение на этот счет. В конце концов, рост российской экономики — необходимое условие для роста рынка — в 2012 году продолжится.



Источники: Markit, HSBC

Рисунок 1

Индексы PMI банка HSBC. Реальный ВВП России, включая прогноз банка HSBC на 2012 г.



Источники: Reuters, HSBC

Рисунок 2

Динамика курса бивалютной корзины и прогнозы банка HSBC