

Восстановление после кризиса основных стран СНГ: поможет ли стабилизация цен на сырье и низкая долговая нагрузка?

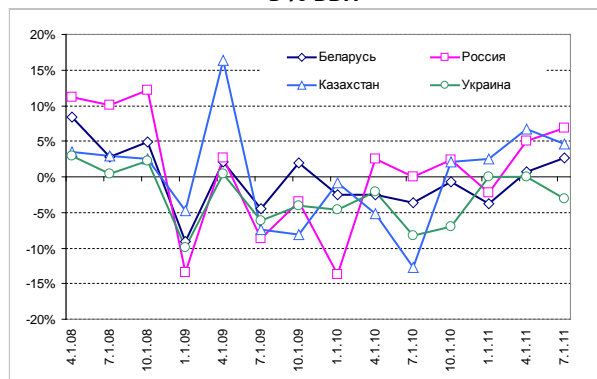
Оксана ОСИПОВА (руководитель группы анализа стран СНГ Центра развития)

Низкая долговая нагрузка накануне кризиса 2008 г. рассматривалась как преимущество основных стран СНГ в их возможности адаптироваться к кризису и избежать резкого всплеска инфляции. Ослабление бюджетной и денежной политики в развитых странах с целью борьбы с кризисом активизировало эти процессы и в странах СНГ. В основном это помогло активизировать потребительский, а не инвестиционный спрос, восстановление которого отстает от динамики потребления. Слабая денежная политика оказывает незначительное влияние на инфляцию. Прежде всего, странам удастся сдерживать рост цен на продукты питания в результате роста предложения. Однако рост внутреннего спроса сказывается на состоянии платежного баланса – высокие темпы роста импорта повышают вероятность успешной атаки на валютный курс (что уже случилось в Беларуси). Сохраняется проблема высокой кредитной нагрузки на экономику в Беларуси, что может способствовать более высокой инфляции и ограничит возможности для расширения инвестиций. Украина, которая столкнулась с проблемой снижения долговой нагрузки (делеверджинга) раньше других, демонстрирует самое значительное отставание в восстановлении инвестиционного спроса. Этот процесс еще не завершен, и в обеих странах потребуется дополнительное время для восстановления макроэкономической устойчивости. Постепенно увеличиваются и разрывы между странами: оплата труда в Беларуси и Украине в долларовом эквиваленте существенно отстает от уровня оплаты труда в России и Казахстане. Низкая эффективность экономик стран–потребителей сырья по сравнению со странами–донорами становится препятствием для обеспечения устойчивого роста уровня жизни и делает проблему формирования расширения источников доходной базы в экономике более значимой.

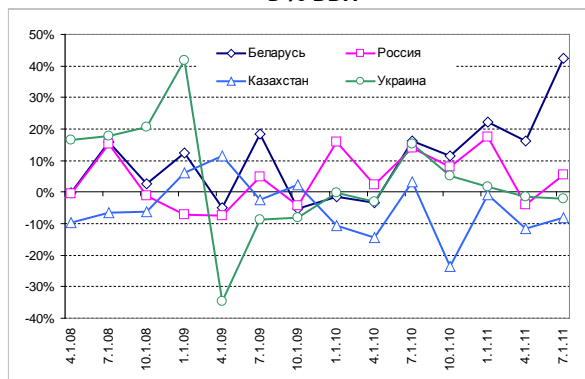
Низкая долговая нагрузка на бюджет как преимущество перед развитыми странами создала дополнительные возможности для ослабления бюджетной политики в период кризиса. В наиболее сложные периоды дефицит бюджета достигал 5–10% ВВП в конце 2008 г. В период посткризисного восстановления странам не удалось избежать дефицита бюджета, который оставался в этом промежутке в течение почти двух лет. Восстановление бюджетного равновесия происходит только к началу 2011 г. В России баланс бюджета восстановился почти на год раньше.

При этом большинство стран пошло на ослабление денежной политики: прирост денежной массы (M2X) на 10% и более в 2008 – начале 2009 г. объяснялся внутренними источниками (в том числе кредитованием). Только Россия и Казахстан в начале 2009 г. вернулись к жесткой денежной политике, которой Казахстан продолжает придерживаться, а вот Россия в 2010 г. пошла на ослабление денежной политики на фоне ужесточения бюджетной. Украина лишь единожды за посткризисный период смягчила денежную политику, а вот у Беларуси жесткая денежная политика не продержалась и двух кварталов. Противопоставив мягкую денежную политику, жесткой бюджетной политике белорусские денежные власти не смогли удержать экономическую ситуацию под контролем и допустили значительный рост внутреннего кредита, что помогло реализовать успешную атаку на валютный курс.

**Бюджетный дефицит,
в % ВВП**



**Индикатор ослабления денежной политики,
в % ВВП**



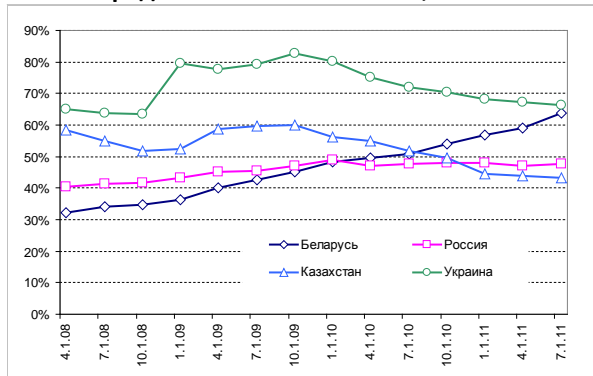
Примечание: бюджетный дефицит Казахстана скорректирован на трансферты и прирост Нацфонда в части обязательств НБУ; индикатор ослабления денежной политики – прирост денежной массы M2X сверх прироста иностранных активов правительств (с учетом суверенных фондов) и чистых иностранных активов банковской системы относительно ВВП.

Источники: национальные центральные банки, национальные статистические органы, МВФ, Рейтер.

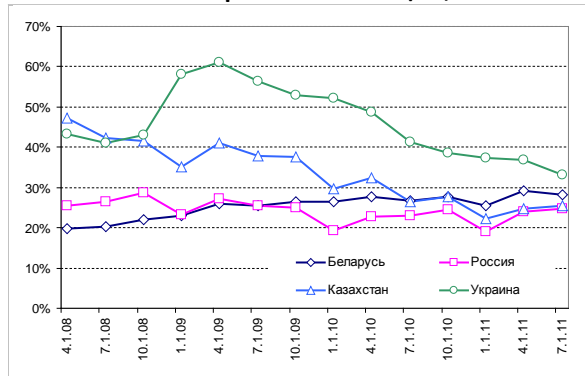
Украина и Казахстан были ограничены в своих возможностях по ослаблению денежной политики, т.к. до кризиса здесь наблюдалась одна из самых высоких кредитных нагрузок на экономику и в частности на физических лиц. Более жесткая денежная политика, начиная с 2009 г. позволила снизить кредитную нагрузку, в том числе до сопоставимого уровня с другими странами относительно ВВП. В Казахстане снизилась также и кредитная нагрузка на экономику в целом (чему, возможно, способствовало создание банка «плохих долгов»). Кредитная нагрузка на экономику в Беларуси, наоборот, значительно выросла в ходе посткризисной адаптации экономики и сблизились с уровнем этого показателя в Украине. В России уровень кредитной нагрузки на экономику немного вырос, но в большей степени возросла кредитная нагрузка на бизнес, в то время как отношение кредитов банков населению к ВВП осталось на уровне, характерном до кризиса 2008 г. Рост кредитной нагрузки на

экономику повышает риски банкротств или замещения частного долга государственным (в случае согласия правительства принять на себя долговое бремя ради защиты бизнеса).

Кредиты банков экономике, в % ВВП



в том числе физическим лицам, в % ВВП

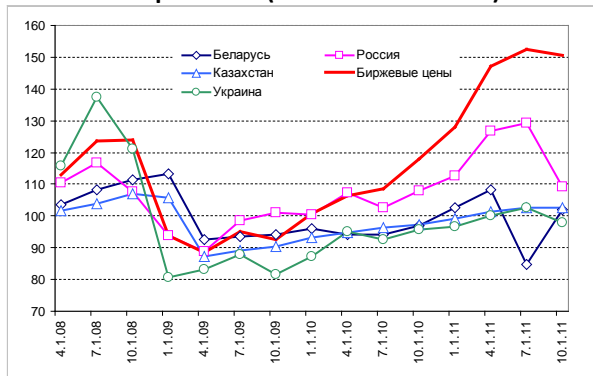


Источники: национальные центральные банки, национальные статистические органы, МВФ, Рейтер.

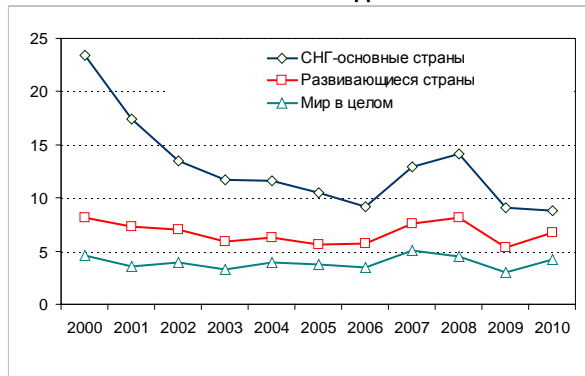
Кроме потенциальной угрозы роста «плохих долгов» ослабление денежной политики обычно связывают с инфляционной угрозой. Однако в современных условиях эта угроза не реализовалась. Более того, цены на продукты питания в период посткризисной адаптации стали заметно отставать от динамики биржевых цен на основные сельхозтовары (в долларовом выражении), что временно позволяет сохранять инфляцию под контролем. Такая ситуация связана со сложностями экспорта сельхозпродукции, предложение которой растет.

При этом инфляция в целом основных странах СНГ остается выше средних значений как по сравнению со средним значением для развивающихся стран (с учетом веса страны в мировом ВВП), так и по сравнению со среднемировым уровнем. Хотя разрыв в темпах роста сокращается в результате ускорения темпов инфляции в других странах. В результате постепенно нивелируется тот разрыв в ценах, который сформировался в экономиках, испытывающих ранее «дефицит предложения потребительских», что затруднит ослабление денежной политики в среднесрочной перспективе, особенно в случае раскручивания инфляционного сценария выхода из финансовой депрессии и уменьшения долговой нагрузки на развитые страны («делеведринга»).

Индекс цен на продукты питания в долларовом выражении (IV кв. 2010 г.=100%)



Инфляция в сопоставлении с другими странами, в % за год

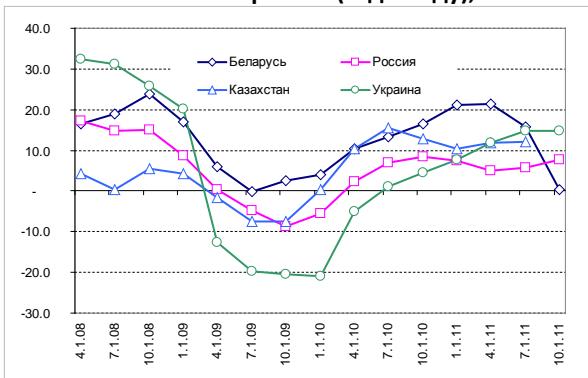


Источники: национальные центральные банки, национальные статистические органы, МВФ, Рейтер.

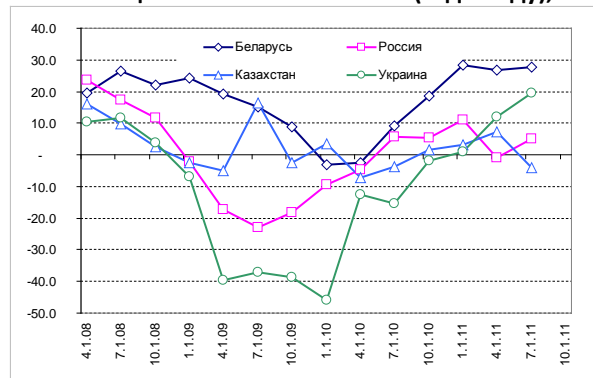
Особенностью посткризисного периода является активное стимулирование спроса населения вместо расширения продуктивных инвестиций. При этом в отдельных странах темпы восстановления спроса к докризисному уровню различаются, но во всех основных странах наблюдается отставание в восстановлении инвестиционного спроса по сравнению с потребительским.

Наиболее активно происходило стимулирование спроса в Беларуси: реальные показатели спроса ко II кварталу 2011 г. выросли по сравнению с докризисным IV кварталом 2007 г. При этом, если прирост товарооборота розничной торговли в реальном выражении, отражающий динамику потребительского спроса, составил 37%, то рост инвестиций за тот же период – всего 9%. В остальных основных странах СНГ показатели спроса находятся ниже докризисного уровня, хотя в них также наблюдается более быстрое восстановление спроса населения по сравнению с инвестиционным спросом. Так, в России и Казахстане во II квартале 2011 г. розничный товарооборот в реальном выражении был ниже уровня IV квартала 2007 г. на 4%, а в Украине разница составляла 13%. Отставание инвестиционного спроса существенно больше во всех странах: разница в объемах инвестиций в реальном выражении по сравнению с докризисным уровнем за тот же период составляла 13% в Казахстане, 42% в России и 71% в Украине. Более высокий объем долговой нагрузки в момент кризиса и последующее снижение кредитной нагрузки на экономику (делевереджинг) в Украине, а также более жесткая по сравнению с другими странами денежная политика повлияли на стагнацию инвестиционного спроса и заметно более медленное его восстановление по сравнению с другими странами.

Розничная торговля (год к году), в %



Инвестиции в основной капитал (год к году), в %



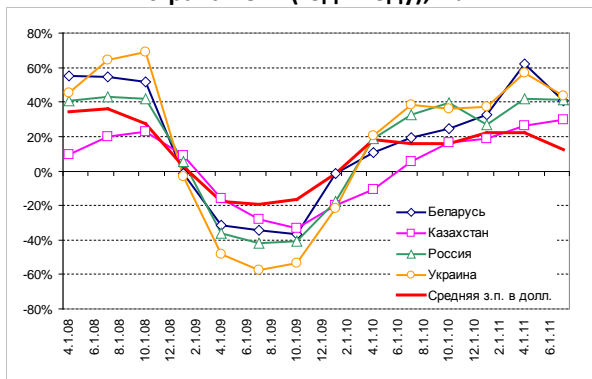
Источники: национальные статистические органы.

Стимулирование спроса населения приводит к быстрой потере равновесия на валютном рынке. Увеличение потребительского спроса влияет на более быстрый рост импорта по сравнению с увеличением заработной платы – похоже, что развитие процессов импортозамещения пока не работает на повышение устойчивости экономик к росту внутреннего спроса. Прежде всего это связано с тем, что процессы импортозамещения более активно развивались в производстве товаров длительного пользования, в то время как в послекризисный период спрос концентрируется на продуктах питания и непродовольственных товарах текущего потребления (одежда, химическая продукция и пр.), в которых сохраняется высокая доля импорта.

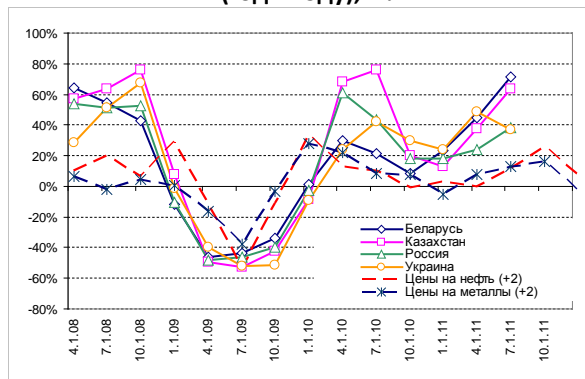
Ситуация могла бы быть еще хуже, если бы не высокая эластичность экспорта к росту цен на внешних рынках. Темпы роста экспорта опережают ценовую динамику по основным сырьевым товарам и при этом немного отстают от пиков роста и снижения (лаг составляет около 2 месяцев). Поэтому

основной дисбаланс в торговле может возникнуть весной следующего года, если девальвация не снизит склонность к потреблению импортной продукции и правительства не перестанут «спонсировать» потребительский спрос.

Импорт и средняя заработная плата в основных странах СНГ (год к году), в %



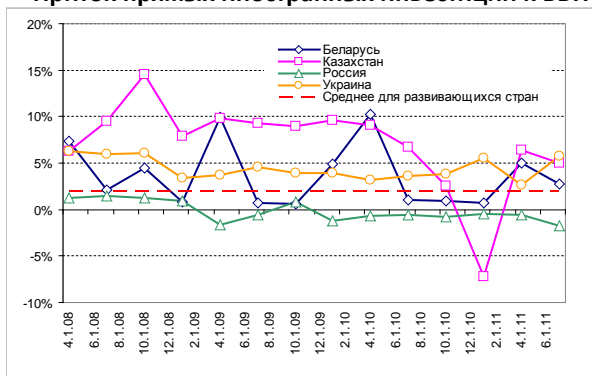
Экспорт и цены на основные сырьевые товары (год к году), в %



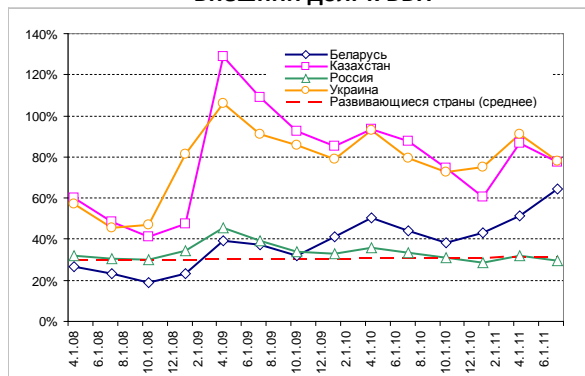
Источники: национальные статистические органы, МВФ, Рейтер.

Между тем приток прямых иностранных инвестиций в кризис практически не снизился в основных странах СНГ (исключением являются сильные колебания ПИИ в Казахстане в конце прошлого – начале текущего года). При этом возможности покрытия избыточного импорта, связанного с текущим потреблением за счет этого источника, ограничены. В основном в странах удерживается сложившийся уровень притока иностранного капитала к ВВП, причем он превышает средние значения для развивающихся рынков. Некоторый всплеск притока прямых иностранных инвестиций наблюдался в Украине (до 5% ВВП). В остальных странах средний посткризисный уровень ПИИ к ВВП не превышает докризисных значений. Препятствием для притока прямых иностранных инвестиций может быть и высокая нагрузка по внешнему долгу (кроме России, где уровень внешней долговой нагрузки остается на среднем уровне для развивающихся стран). Казахстан демонстрирует положительную динамику снижения давления внешнего долга, но для выхода на средние показатели потребуется обеспечить более высокие темпы роста ВВП при снижении иностранных заимствований.

Приток прямых иностранных инвестиций к ВВП



Внешний долг к ВВП

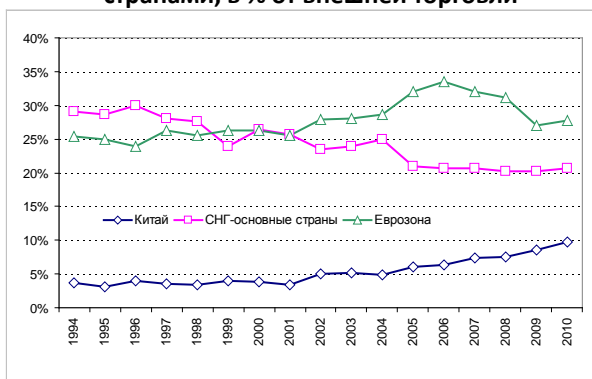


Источники: национальные министерства финансов, МВФ, Рейтер.

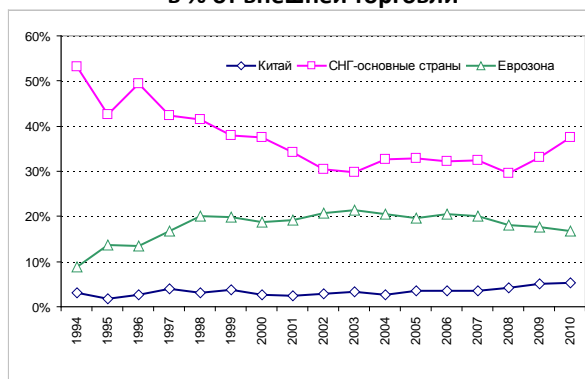
Стабильность валютного рынка по-прежнему сильно зависит от запасов валютных резервов. Альтернативой этому могло бы стать расширение товарооборота со странами СНГ и другими

развивающимися странами. Такая тенденция наметилась в отношении Китая, в то время как оборот внутри основных стран СНГ относительно их внешнеторгового оборота в целом в 2009–2010 гг. растет достаточно медленно. Более заметным является рост этого показателя в Украине по сравнению с другими основными странами СНГ, которые движутся по пути формирования Таможенного союза. Прежде всего это связано со снижением доли экспорта России в такие страны СНГ, как Беларусь и Казахстан, а также снижения доли импорта Казахстана в общем объеме импорта в 2010 г.

Товарооборот основных стран СНГ с отдельными странами, в % от внешней торговли



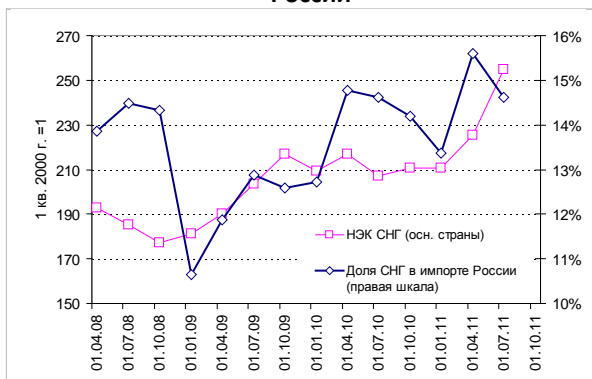
Товарооборот Украины с отдельными странами, в % от внешней торговли



Источник: DOT IMF.

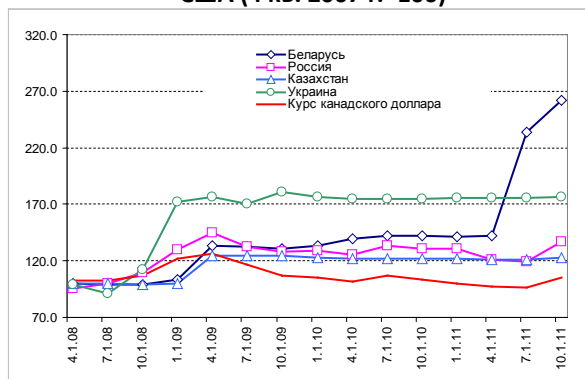
Взаимодействие России со странами СНГ по данным ЦБ РФ по импорту растет гораздо более заметными темпами. Одним из факторов заметного роста товарооборота является более высокая стабильность рубля, что приводит к более быстрой девальвации валют стран СНГ к мировым валютам и рублю. При этом масштаб и доступность российского рынка позволяет странам СНГ значительно наращивать экспорт в Россию, и эта тенденция на фоне кризиса и стагнации спроса развитых стран усиливается в регионе в целом. При этом Россия не заинтересована в такой политике «протекции национального импорта» в силу того, что выгоды от девальвационных шоков в соседних странах ниже потенциальных издержек. Потери могут возникнуть вследствие конвертации доходов от реализации товаров на российском рынке в твердые валюты, поскольку значительная часть расчетов осуществляется в рублях, что может приводить к избыточным колебаниям на валютном рынке России. Кроме того, могут возникать и дополнительные неожиданные потери российских производителей в результате ужесточения ценовой конкуренции с поставщиками из стран СНГ.

Динамика номинальных курсов к рублю и импорт России



Источники: национальные центральные банки, МВФ, Рейтер.

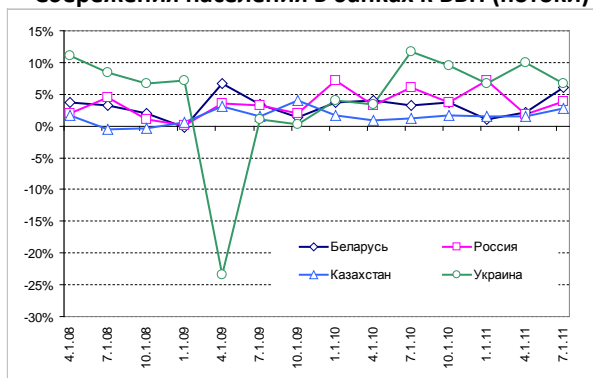
Динамика курсов национальных валют к доллару США (4 кв. 2007 г.=100)



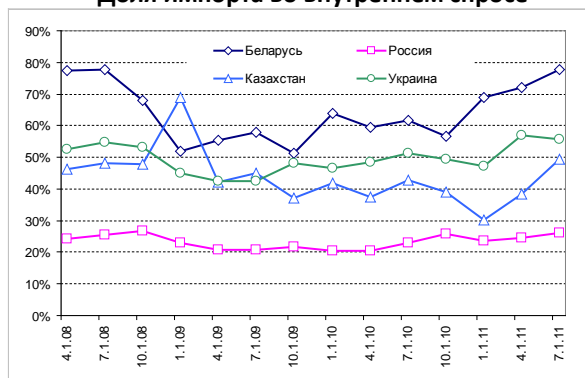
Акцент на инвестиционном спросе позволяет избежать быстрого разрушения потенциала предложения валюты, что может быть критичным в случае технологического отставания и необходимости для диверсификации экономики. «Проедание» ограниченного валютного ресурса в условиях ожидаемой стагнации экспорта может ограничить будущий инвестиционный спрос и возможности запуска инвестиционных программ, требующих вложений в импортное оборудование. При этом выбор в пользу вложений в строительство и инфраструктуру, которые успешно работают в качестве инвестиционного стимула, также имеет краткосрочный стабилизационный эффект на динамику показателей роста из-за отложенного эффекта влияния на показатели платежного баланса. Низкий коэффициент спроса на товары и услуги, оплачиваемые в валюте, положительно влияющий на показатели ВВП, постепенно снижается в связи с ростом вложений труда мигрантов в зависимости от этапа завершенности строительства (что ведет к увеличению трансфертов), а также увеличения необходимых закупок оборудования и материалов для завершения объектов недвижимости. Кроме того, формирование прибыли подрядчиков может оказывать эффект на финансовую дестабилизацию из-за отсутствия программ дальнейшего развития бизнеса и может приводить к росту вывоза капитала с целью формирования сберегательных активов за рубежом. Бенефициары от бизнеса по мере роста числа строительных объектов будут стремиться не к развитию бизнеса, а к увеличению страховки своих доходов от возможного «схлопывания строительного пузыря» в результате превышения предложения над платежеспособным спросом. Наоборот, продуктивные инвестиции, нацеленные на выпуск потребительских или инвестиционных товаров или расширение производства с целью экспорта продукции, будут влиять на показатели роста и его устойчивость в долгосрочной перспективе.

Масштаб негативного эффекта на рост импортного спроса мог бы быть и больше, если бы не растущая сберегательная активность населения. По сравнению с докризисным уровнем наблюдался небольшой рост сберегательной активности в России, Беларуси и Казахстане. В Украине сбережения населения к ВВП увеличиваются темпами, близкими к докризисным значениям. Сдерживающий эффект роста сберегательной активности на рост импорта при увеличении доходов ограничен существенным весом импортной продукции во внутреннем потреблении. В большинстве основных стран СНГ доля импорта во внутреннем спросе превышает 50%. К тому же наблюдавшаяся в 2009–2010 гг. тенденция снижения доли импорта во внутреннем спросе, которая работала положительно на показатели роста в условиях стимулирования спроса, в 2011 г. меняется в сторону роста, что делает проведение такой политики менее эффективным.

Сбережения населения в банках к ВВП (потоки)



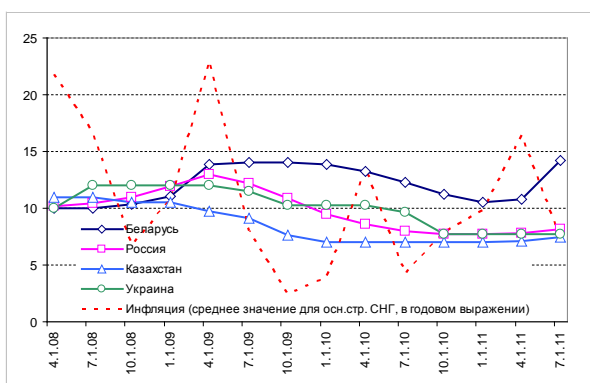
Доля импорта во внутреннем спросе



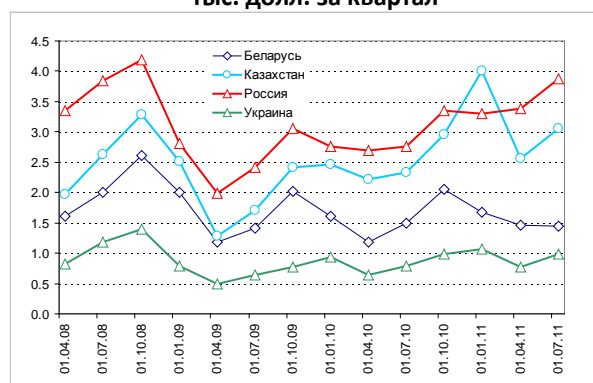
Источники: национальные центральные банки, МВФ, Рейтер.

Основным трендом, обеспечивающим устойчивость экономического роста, может стать развитие частных инвестиций. Низкий уровень инфляции позволяет развернуть спрос в сторону роста инвестиционной активности и повысить кредитование по рекордно низким ставкам на фоне наблюдающегося постепенного ускорения инфляции (кроме Беларуси, где в результате последней девальвации произошел всплеск ставок на рынке). При этом эффективность инвестиций в производство, связанная с вкладом труда в таких странах, как Беларусь и Украина, ограничена более низкими показателями выработки на единицу оплаты труда, чем в России и Казахстане. Это в дополнение к кредитной нагрузке в данных экономиках будет сдерживать инвестиционные процессы. В России и Казахстане, наоборот, инвестиции остаются привлекательными с точки зрения общей средней производительности труда. Повышение заработных плат в период восстановления в этих странах не сказалось на показателях эффективности труда: к началу 2011 г. они вернулись к докризисным значениям в России и стали несколько выше в Казахстане. С другой стороны, такой разрыв в выработке на единицу оплаты труда между странами–производителями сырья и странами–донорами может характеризовать ограниченность источников доходов в таких странах, как Украина и Беларусь, для обеспечения текущего уровня жизни населения и потребности в развитии рентабельных производств товаров и услуг, которые позволили бы повысить общую экономическую эффективность.

Ставка рефинансирования и инфляция



Выработка на занятого за минусом оплаты труда, тыс. долл. за квартал



Источники: национальные центральные банки, МВФ, Рейтер.