

---

# ЭКОНОМИЧЕСКОЕ ОБОЗРЕНИЕ СНГ:

№1 (17)

1 кв. 2010 г.

## БЕЛАРУСЬ, КАЗАХСТАН, РОССИЯ, УКРАИНА (БКРУ)+

---

### От редакции

Кризис требует изменений и оптимизации – поиска наиболее оптимальных издержек и возможностей. Не прошло бесследно это событие и мимо нашего проекта – во всяком случае, пришлось серьезно «отрезать» количество обозреваемых стран (вернувшись к первоначальной версии «Обозрение ЕЭП»). В тоже время, хотелось повысить сопоставимость анализа стран не просто друг с другом, но и с индикаторами других развивающихся стран. Кроме того, такая «оптимизация» связана с необходимостью концентрироваться на прогнозах экономического развития, которые в условиях посткризисного «неустойчивого» или «хрупкого» восстановления заслуживают особенного внимания. Концентрация на ограниченном наборе стран связана с более качественными проработками инструментария анализа в данном страновом сегменте, что в условиях растущей конкуренции со стороны международных организаций-поставщиков макроэкономической информации (Global Insight, Global Source, IMF и др.) на наш взгляд крайне важно.

Мы также ориентируемся на развитие экспертизы стран на принципах off-sight, а не страновых экспертов (in-sight). Нашей целью является упрочение команды в разрезе анализа ключевых аспектов макроэкономического развития, а не стран. Такая специализация на наш взгляд наиболее эффективна для развития инструментов макроэкономического анализа и прогноза, чем ориентация на «особое мнение» страновых экспертов.

Страны Центральной Азии выпали из сферы анализа не потому, что они потеряли свою значимость на постсоветском пространстве. Страны СНГ-КТУ (Киргизия, Таджикистан, Узбекистан) являются не менее значимыми для постсоветской интеграции, чем страны СНГ-БКРУ (Беларусь, Казахстан, Россия, Украина). Просто текущие затраты на формирование сопоставимых экономических данных превышают наши текущие возможности организации экспертного анализа в этих странах. Мы ориентируемся в этом регионе на вторичный мониторинг экономических источников и публикаций. В частности, в перспективе мы намерены организовать анализ на базе мониторинга существующими институтами как в этих странах, институтами развития, растущими в России, а также экспертами международных финансовых организаций.

Если Вам понравилось (или не понравилось) такое изменение – будем рады услышать любое субъективное мнение, которое всегда остается очень важным для нас.

---

Руководитель проекта:  
Осипова О.А.

#### Партнеры проекта:

Некоммерческий фонд содействия сохранению и развитию культурного, научного, духовного и природного наследия Евразии  
Россия, 115035, Москва, ул. Садовническая, 44, стр.1  
тел./факс: +7 (495) 728 4959  
интернет: [www.fundeh.org](http://www.fundeh.org), e-mail: [info@fundeh.org](mailto:info@fundeh.org)

НЕКОММЕРЧЕСКИЙ  
ФОНД



НАСЛЕДИЕ ЕВРАЗИИ

Представленные материалы отражают точку зрения авторов, которая может не совпадать с позицией партнеров.

Фонд экономических исследований «Центр развития-ГУ ВШЭ»  
Россия, 101000, Москва, ул. Покровка, 6  
тел./факс: +7 (495) 624 1377  
интернет: [www.dcenter.ru](http://www.dcenter.ru), e-mail: [info@dcenter.ru](mailto:info@dcenter.ru)



## РЕЗЮМЕ

---

Стимулирование экономики в Беларуси и Казахстане в кризис, хотя и позволило стабилизировать темпы ВВП, быстро пошло на убыль и не повлияло на параметры восстановления. Во всех странах СНГ-БКРУ восстановительная динамика характеризуется ростом влияния внешнего спроса и низким вкладом внутренних факторов, прежде всего, инвестиционной активности. Если в Беларуси ослабление вклада внутренних факторов было вызвано ограниченностью источников стимулирования экономики, то в Казахстане это связано с падением частного инвестиционного спроса, который восстанавливается существенно медленнее в 1 кв. 2010 г. В то же время рост прямых иностранных инвестиций в Казахстане свидетельствует о вероятном восстановлении инвестиционной активности. По нашей оценке, в результате более быстрого роста инвестиций в основной капитал Казахстан может стать в результате лидером по темпам роста среди стран СНГ-БКРУ (6% в 2010 г.).

На Украине восстановление экономики будет в основном объясняться резким спадом в условиях кризиса. Хотя в условиях политических изменений и развития процессов приватизации может развернуться как приток капитала из России, так и новая волна притока частного иностранного капитала. В этих условиях темпы роста ВВП на Украине, по нашей оценке, составят 6.9%.

Приватизация в Беларуси также будет развиваться более активно в 2010 г. В то же время при меньшей, чем на Украине нагрузке внешнего долга на экономику этот процесс будет менее активным. В результате инвестиционный спрос в экономике будет расти более медленным темпом, и ВВП увеличится примерно на 4% в 2010 г.

Одним из ограничений экономического роста в Беларуси будет более высокая чувствительность экономики к ослаблению денежной политики в условиях кризиса. Наблюдающийся высокий темп инфляции и переход к рыночным источникам финансирования роста в целях торможения инфляции также повлияет на снижение инвестиционного спроса, обеспечиваемого за счет мягкой политики денежных властей. Крайне важным для Беларуси остается и вопрос поиска источников покрытия дефицита счета текущих операций. Таким образом, основой посткризисной политики будет являться поиск проектов, обеспечивающих расширение экспорта.

В Казахстане сдерживание роста доходов в условиях кризиса может обернуться большим ослаблением политики социальных расходов в посткризисный период по сравнению со сдержанной политикой других стран. В этих условиях экономический рост будет ограничен увеличением спроса на импортную продукцию. Учитывая ориентацию новых проектов на экспорт, с нашей точки зрения, в Казахстане сохраняются возможности для сохранения умеренного отрицательного баланса счета текущих операций (в пределах 1% ВВП) и низкого инфляционного давления.

Снижающиеся темпы инфляции в странах СНГ-БКРУ остаются основной движущей силой развития внутреннего финансового рынка и сохранения мягкой денежной политики. Риск инфляции связан в настоящее время не столько с политикой денежных властей, сколько с реакцией экономики на постепенное восстановление кредитной активности банков.

В условиях кризиса возросла также и роль внутренних сбережений – потребители впервые стали реагировать на ухудшение внешней среды накоплением депозитов. Спрос населения на сбережения в национальных валютах является более устойчивым для экономической динамики. В то же время повышается и роль и ответственность банковского сектора в трансформации сбережений населения в экономику. От эффективности этого процесса во многом будет зависеть устойчивость экономического роста в целом.

## ТЕНДЕНЦИИ ЭКОНОМИКИ СТРАН СНГ: БЕЛАРУСЬ, КАЗАХСТАН, РОССИЯ, УКРАИНА (БКРУ)

### Экономический рост, промышленность и инвестиции

*Кризис уже позади: внешний спрос является решающим для роста промышленности, но это не влияет на ускоренный рост ВВП*

Четверка стран СНГ Беларусь, Казахстан, Россия, Украина (БКРУ) испытали снижение ВВП с запаздыванием по сравнению с развитыми странами - США и Еврозоной, где отрицательный темп роста ВВП наблюдался уже в 4 кв. 2008 г. При этом Украина испытала спад экономики первой. В Казахстане и России отрицательные темпы роста ВВП стали наблюдаться уже в 1 кв. 2009 г., во 2 кв. 2009 г. кризисный спад охватил и экономику Беларуси. Выход из падающего спроса также происходил неравномерно – в 4 кв. 2009 г. положительный рост экономики наблюдался в Беларуси и Казахстане. Затем к ним присоединились Россия и Украина. При этом Беларусь и Казахстан не только первыми вышли из кризиса, но и меньше других пострадали от экономического спада. Квартальные темпы падения ВВП в этих странах не превысили 2.5% г/г. Наибольший и по глубине и по длительности спад экономики наблюдался на Украине, которая кроме экономического испытала и политический кризис, что потребовало изменения политического вектора развития.

Хотя темпы восстановления ВВП несколько отличаются, расхождения в темпах роста промышленности стран СНГ-БКРУ в период восстановления не так заметны (см. Рис.1). При этом Украина, у которой темпы восстановления экономики в целом являются наихудшими, демонстрирует ускоренное восстановление промышленного производства. Рост промышленности России и Казахстана существенно не отличается, в то время как разрывы в темпах роста ВВП значительны. Во всех этих трех странах восстановительный рост промышленного производства характеризуется более высоким темпом по сравнению с динамикой реального выпуска накануне кризиса. При этом более высокие темпы роста промышленности в Казахстане и России в 2010 г., чем в докризисный период связаны с увеличением внешнего спроса. Если в январе-мае 2008 г. темпы роста в добывающих отраслях составляли в среднем 2.5% в России и 6.7% в Казахстане, то в январе-мае 2010 г. они увеличились соответственно до 6% и 7.7%. На Украине более высокие темпы роста промышленности могут быть связаны со значительным спадом экономики. Беларусь, наоборот, демонстрирует наихудшую динамику промышленного производства в начале 2010 г. и средний темп роста промышленности в этой стране пока отстает от докризисного уровня. Хотя к маю 2010 г. и здесь ситуация несколько улучшилась и темп роста промышленности приблизился к среднему уровню, характерному для докризисного периода.

*Инвестиции – основной отличительный признак меньшего спада экономики в кризис и последующего выздоровления*

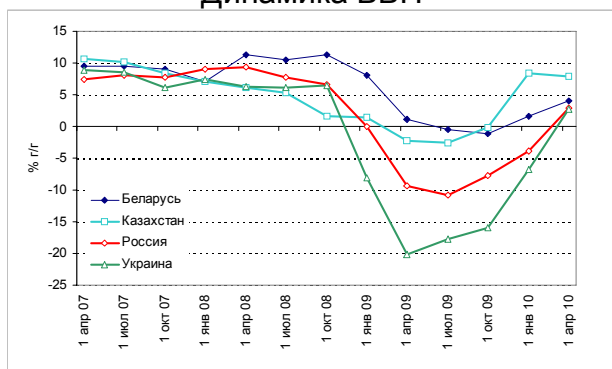
Главной особенностью, определившей влияние кризиса на экономику является вклад в рост экономики инвестиций (см. Рис.2). Беларусь и Казахстан испытали меньшее влияние кризиса, т.к. не испытали значительного сжатия инвестиций в условиях кризиса. В тоже время в период восстановительного роста в начале текущего года основным источником роста стран СНГ-БКРУ стал внешний спрос, в то время как инвестиционная активность при активизации потребительского спроса оставалась низкой.

Снижение инвестиций в период кризиса привело к сближению доли инвестиций в ВВП в Украине и России с развитыми странами, где потребности в обновлении не так велики. Только в Беларуси по итогам 2009 г. доля инвестиций осталась выше среднего уровня, характерного для развивающихся стран (см. Рис.3).

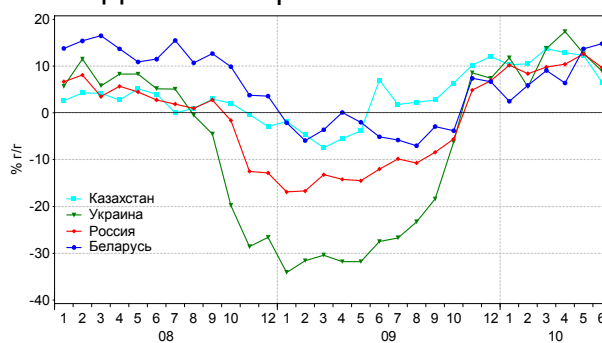
В основном падение инвестиций было вызвано ухудшением ситуации в строительстве. Если в период до кризиса отрасль вносила заметный положительный вклад в рост экономик всех стран, особенно Казахстана (см. Рис. 4), то в период кризиса строительство стало дополнительным фактором падения экономик. Наиболее заметным было снижение строительства в Украине.

Беларуси удалось избежать падения инвестиционной активности, правда, качество вложений снизилось. В 2009 г. темпы роста составили 8.6%, но рост инвестиций в непромышленную сферу был более активным – 11%. Строительство объектов недвижимости переместилось в крупные города (рост ввода объектов составил 11%), в то время как в сельской местности, наоборот, происходило снижение объемов ввода строительных объектов. В Казахстане инвестиционная активность была в основном связана с использованием суверенных фондов для финансирования внутренней экономики не только на проекты по финансированию строительства, но и на проекты развития добывающей промышленности и инфраструктуры. В общей сложности на эти цели было потрачено около 750 млрд. тенге или около 6 млрд. долл., что составило 4.7% ВВП.

**Рис.1. Динамика промышленности и ВВП в БКРУ.**  
Динамика ВВП

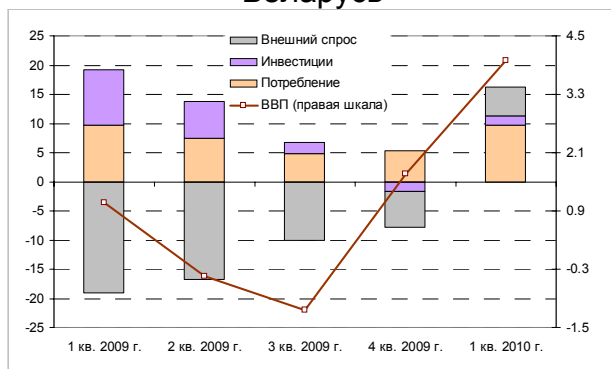


Динамика промышленности

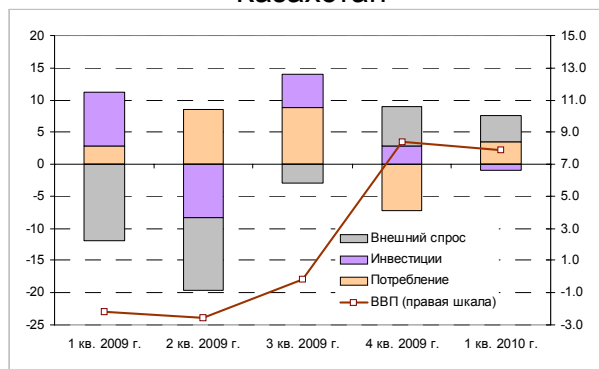


Источник: Рейтер, национальная статистика.

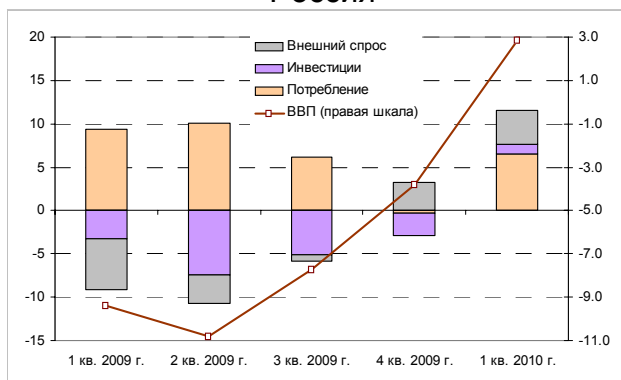
**Рис.2. Вклад факторов в экономический рост БКРУ**  
Беларусь



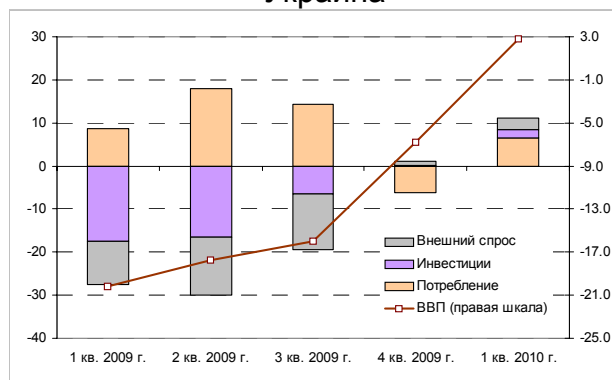
Казахстан



Россия



Украина



Источник: национальная статистика.

В то же время, инвестиционная поддержка проектов как в Беларуси, так и в Казахстане быстро сошла на нет. Если в Беларуси это было вызвано краткосрочными антикризисными программами, то в Казахстане это скорее объясняется снижением прямых инвестиций. В 1 кв. 2010 г. прямые иностранные инвестиции показали рекордные темпы роста 16% г/г, однако инвестиционный спрос по-прежнему отстает от восстановления потребительской активности (роста товарооборота и др.). Отставание восстановления инвестиционной активности наблюдается и в других остальных странах СНГ-БКРУ, что является результатом более медленного оживления частного инвестиционного спроса, который обычно следует за восстановлением потребительской активности. Предприятия начинают получать текущий доход, что позволяет им постепенно восстанавливать финансирование проектов как за счет собственных, так и заемных средств.

Внешний спрос, который является основной движущей силой роста в начале года может лишь смягчить проблему замедления инвестиционной активности. Без заметных изменений в инвестиционном спросе темпы роста экономик не будут демонстрировать роста. Особенно важной является эта проблема для второго

полугодия: если в начале года повсеместное ускорение роста объясняется эффектом низкой базы, то во втором полугодии этого эффекта уже не будет и при инерционном развитии экономик темпы роста могут показать замедление.

## **Рынок труда, доходы населения и потребительский спрос**

*Безработица: высокая, почти как везде*

Восстановление экономики и рост промышленного выпуска пока слабо влияют на рынок труда. Безработица в 1 кв. 2010 г. остается на высоком уровне в России (8%) и Казахстане (6.2%). По последним данным по Украине за 4 кв. 2009 г. безработица составила 9.4%. Относительно средних показателей по безработице в развивающихся странах за последние десять лет (6.5%) ситуация на рынке труда в странах СНГ-БКРУ еще остается достаточно напряженной. Хотя уровень безработицы в развивающихся странах (5.2% в 2009 г.) ниже среднего уровня в развитых странах (8%).

*Производительность труда: падение, несмотря на безработицу и снижение зарплат*

Кризис сказался на падении производительности труда: снижение занятости было относительно меньшим, чем спад экономики. В 1 кв. 2010 г. ВВП на одного занятого, по оценке, составила в среднем в Беларуси, Казахстане, России и Украине 87% от уровня 1 кв. 2008 г. При этом на Украине падение производительности оказалось наиболее сильным (производство ВВП на занятого составило в 1 кв. 2010 г. 75% от уровня 1 кв. 2008 г.). Самое низкое падение производительности характерно для Казахстана (ВВП на занятого составило в 1 кв. 2010 г. 96% от уровня 1 кв. 2008 г.).

Достигнуть сопоставимой эффективности можно было бы за счет снижения расходов на оплату труда. Однако уменьшение трудовых издержек в кризисный период также было недостаточным, чтобы компенсировать падение производительности в результате экономического спада. Разница между выработкой на занятого и оплатой труда в 1 кв. 2010 г. только в Казахстане соответствовала докризисному уровню. В остальных странах она была на 15-25% ниже 1 кв. 2008 г. (см. Рис. 5).

Рост, базирующийся только на факторах внешнего спроса, не позволяет пока рассчитывать на быстрое восстановление производительности труда. В свою очередь низкая производительность и отсутствие источников ее увеличения в ближайшее время может повлиять на устойчивость тенденции к укреплению курсов национальных валют. Предприятия в основных странах СНГ по-прежнему нуждаются в мерах повышения производительности. В этих целях им либо придется притормозить рост расходов, либо изыскивать возможности для расширения продуктивных инвестиций.

*Зарплата: докризисный уровень восстановился в России и Беларуси*

В 1 кв. 2010 г. наблюдается восстановление положительных темпов роста реальной заработной платы в странах БКРУ. Хотя в Казахстане рост реальной оплаты труда начался несколько раньше – в 2008 г. По всей видимости, более ранним восстановлением доходов занятого населения в Казахстане объясняется и отсутствие изменений в реальной оплате труда в начале текущего года. Лидером роста реальной оплаты труда в 1 кв. 2010 г. является Беларусь, где средняя зарплата в долларовом выражении практически вернулась к докризисному уровню. Вернулась на докризисный уровень оплата труда и в России, таким образом, он остался практически вдвое выше, чем в других основных странах СНГ. В Казахстане и Украине заработная плата остается ниже докризисных значений и в долларовом выражении составляет 273 и 267 долл. в мес. соответственно.

В целом российский рынок остается наиболее привлекательным с точки зрения занятости среди стран БКРУ, что может способствовать сохранению положительной миграции не только из стран Азии, но и из других стран-соседей (см. Рис.6).

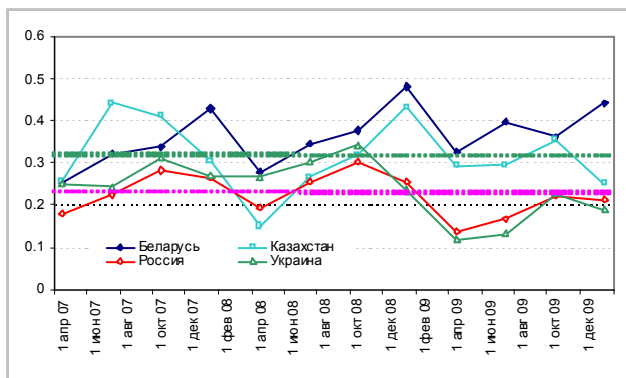
## **Внешний сектор: внешняя торговля и платежный баланс**

*Внешняя торговля России: курс на Азию*

Товарооборот России с тремя странами: Беларусью, Казахстаном, Украиной (БКУ) в кризисный 2009 г. снизился более значительно, чем средние показатели. Объем экспорта в основные страны СНГ упал на 67% (весь экспорт в стоимостном выражении снизился на 39%), а объем импорта снизился на 44% (весь импорт в стоимостном выражении снизился на 40%).

Наиболее устойчивой товарной группой в торговле с тремя странами СНГ являлись топливные товары. Доля экспорта нетопливных товаров из России в эти страны снизилась на 16 п.п. до 48%.

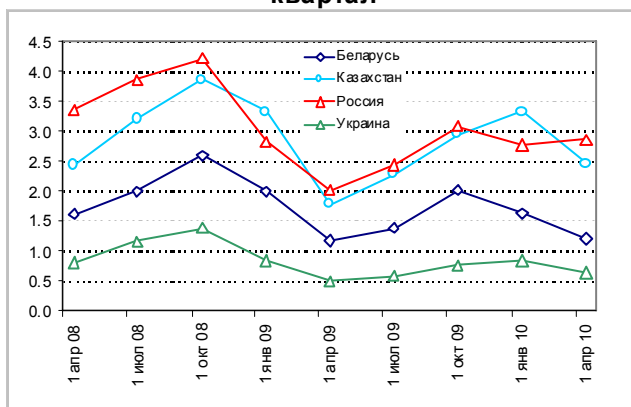
Рис.3. Доля инвестиций в ВВП



Примечание: зеленая линия – средний показатель за последние десять лет для развивающихся стран, розовая линия – то же для развитых стран.

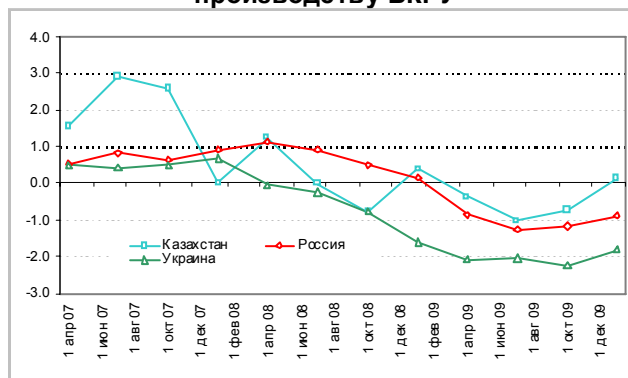
Источники: МВФ, национальная статистика.

Рис.5. Разница между приростом ВВП и оплатой труда на занятого, тыс. долл. в квартал



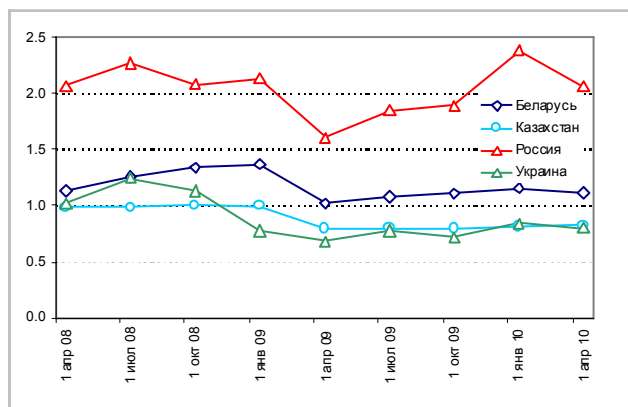
Источники: МВФ, Рейтер, расчеты ЦР.

Рис.4. Вклад строительства в рост ВВП по производству БКРУ



Источник: национальная статистика.

Рис.6. Оплата труда, тыс. долл. в квартал



Источник: Рейтер.

Таблица 1. Темпы роста экспорта и импорта России в 2009 г., %

	Экспорт				Импорт			
	СНГ-БКРУ	СНГ-КТУ	Китай	Все	СНГ-БКРУ	СНГ-КТУ	Китай	Все
Топливо	62%	60%	68%	<b>62%</b>	59%	16%	35%	<b>61%</b>
Металлы	49%	98%	116%	<b>62%</b>	51%	56%	58%	<b>58%</b>
Продукция с.х.	76%	97%	495%	<b>99%</b>	78%	100%	85%	<b>87%</b>
Продукция пищевой пр-ти	77%	107%	522%	<b>126%</b>	86%	113%	87%	<b>84%</b>
Продукция легкой пр-ти	60%	58%	75%	<b>68%</b>	75%	87%	81%	<b>78%</b>
Продукция машиностроения	49%	71%	118%	<b>70%</b>	48%	40%	59%	<b>50%</b>
Продукция деревообр. пр-ти	70%	79%	78%	<b>73%</b>	78%	83%	71%	<b>77%</b>
Стройматериалы	85%	97%	49%	<b>83%</b>	50%	5%	51%	<b>49%</b>
Продукция химич. пр-ти	64%	88%	65%	<b>54%</b>	69%	54%	73%	<b>80%</b>
Прочие	4%	68%	219%	<b>37%</b>	8%	44%	78%	<b>48%</b>
<b>Всего</b>	<b>43%</b>	<b>77%</b>	<b>79%</b>	<b>61%</b>	<b>44%</b>	<b>71%</b>	<b>66%</b>	<b>60%</b>

Источник: COMTRADE

Меньшему снижению подвергся в кризис экспорт из России в БКУ стройматериалов (-15% г/г), сельскохозяйственной и пищевой продукции (-23% г/г). Следует отметить и устойчивость экспорта из России в Казахстан продукции металлургии (который уменьшился только на 20%), что было связано с увеличением закупок труб и металлопроката в условиях роста инвестиций в транспортную инфраструктуру для нефтегазовой промышленности. В импорте товаров лучшую динамику демонстрировали товары, связанные с текущим потреблением населения. В частности снижение ввоза сельскохозяйственной продукции из БКУ составило 22% г/г, товаров пищевой промышленности -14% г/г, товаров легкой промышленности – 25% г/г.

Торговля России с другими азиатскими странами СНГ - Кыргызстан, Таджикистан, Узбекистан (КТУ) оказалась более устойчивой к кризису, что было характерно также для торговли России и Китая. Объемы экспорта в КТУ снизились на 23%, а в Китай – на 21%, что на 16 и 18 п.п. ниже средних значений соответственно. Импорт упал на 29% из КТУ и на 34% из Китая, что меньше средних темпов падения на 11 и 6 п.п. соответственно.

По ряду позиций в условиях кризиса торговля России с СНГ-КТУ и Китаем даже выросла. Следует отметить, что азиатский вектор торговли характеризовался ростом нетопливного экспорта из России. Не снизились поставки пищевой продукции и продукции сельского хозяйства в КТУ. Экспорт из России в Китай этой продукции вырос более чем в четыре раза (в основном за счет увеличения экспорта рыбной продукции). На 16 и 18% г/г выросли поставки в Китай продукции металлургии и машиностроения.

Беларусь, Казахстан и Украина, несмотря на падение оборота, продолжают играть значимую роль для экспорта из России продукции сельского хозяйства и пищевой промышленности, стройматериалов, а также продукции машиностроения. Доля этих категорий в совокупном экспорте по соответствующей товарной группе составляет более 30%. Значимым для экспорта России остается и китайский рынок деревообрабатывающей и бумажной промышленности. Доля экспорта из России в Китай по этой позиции превысила 32% в 2009 г., в то время как экспорт продукции пищевой промышленности, несмотря на значительный рост, составил всего 15% от совокупного экспорта товаров этой группы в 2009 г. Китай остается для России важнейшим поставщиком товаров легкой промышленности, его доля в импорте этих товаров в 2009 г. составила 42%. В целом в мировой торговле Россия в 2009 г. усилила свои позиции как поставщик сырья (топлива и металлов) и импортер продовольствия. Доля экспорта металлов выросла до 5% мирового экспорта (4% в 2008 г.), экспорт топлива вырос до 21% мирового экспорта (15% в 2008 г.). Несмотря на рост экспорта пищевой и сельскохозяйственной продукции позиции этих товарных групп относительно всего экспорта в 2009 г. не изменились. При этом доля импорта России этих товаров относительно всего мирового импорта выросла до 4% (с 3% в 2008 г.). Доля импорта пищевой продукции и продукции сельского хозяйства выросла на 1 п.п. до 4% по каждой из товарных групп.

Торговля Беларуси и Казахстана также была подвержена тенденции сокращения (хотя и в меньшей степени) товарооборота во внешней торговле с другими странами БКРУ, а также повышения роли торговли с другими СНГ-КТУ и Китаем. Значимым для Казахстана является экспорт в СНГ-КТУ – его доля составила в 2009 г. 4% (против 3% в 2008 г.). По сравнению с основными странами СНГ это не так уж и мало, если учесть, что доля экспорта в эти страны Казахстана снизилась в 2009 г. до 11% (с 12% в 2008 г.). Кроме этого, рынки СНГ-КТУ привлекательны для Казахстана в силу преобладания несырьевого экспорта (54% от всего экспорта в эту группу стран). СНГ-КТУ интересны Казахстану в силу заметной роли в развитии экспорта пищевой промышленности и стройматериалов. Рынок СНГ-БКРУ является преимущественно сырьевым – Казахстан экспортирует в эти страны в основном топливо и металлы. Доля несырьевых товаров в экспорте в основные страны СНГ составляла в 2009 г. 24%.

Казахстан активизировал в кризис торговлю с Китаем металлургической продукцией. Доля китайского рынка в объеме экспорта в 2009 г. выросла до 33% (с 18% в 2008 г.) и превысила объемы экспорта продукции металлургии в Беларусь, Россию и Украину. Экспорт других товаров (кроме топлива и металлургии) Казахстана в Китай остается незначительным (около 16%). Совокупный объем экспорта Казахстана в Китай вплотную приблизился к объему экспорта в страны СНГ. Импорт из Китая пока остается более чем вдвое ниже, чем из основных стран СНГ (13% против 40% соответственно).

У Беларуси возможностей для развития торговли с растущей в кризис Азией было гораздо меньше в силу территориальной удаленности. Доля СНГ-КТУи Китая в экспорте составила в 2009 г. по 1% соответственно. Хотя значимость рынков СНГ и Китая для Беларуси связана с преобладанием экспорта не связанного с сырьевой промышленностью. Доля рынка основных стран СНГ наиболее существен для экспорта Беларуси – это в частности продукция сельского хозяйства (84%), пищевой промышленности (84%), стройматериалов (81%), машиностроения (71%). С остальными странами Беларуси в большей степени торгует химией (87%) и топливом (77%).

**Таблица 2. Доля в торговле стран СНГ-БКРУ групп стран и товарных позиций, 2009 г. в %**

	Экспорт				Импорт			
	БКРУ	СНГ-КТУ	Китай	Ост. Мир	БКРУ	СНГ-КТУ	Китай	Ост. Мир
<b>Беларусь</b>								
Продукция деревообр. пр-ти	50%	2%	0%	47%	56%	0%	2%	42%
Продукция легкой пр-ти	68%	1%	1%	30%	35%	2%	12%	51%
Продукция машиностроения	71%	2%	2%	25%	25%	0%	8%	66%
Металлы	42%	1%	0%	57%	74%	0%	4%	22%
Продукция пищевой пр-ти	84%	0%	0%	16%	47%	0%	2%	52%
Прочие	73%	0%	0%	26%	36%	0%	7%	56%
Продукция с.х.	84%	4%	0%	11%	34%	0%	2%	64%
Стройматериалы	81%	1%	0%	18%	51%	0%	9%	40%
Топливо	13%	0%	0%	87%	99%	0%	0%	1%
Продукция химич. пр-ти	19%	0%	3%	78%	40%	0%	5%	55%
<b>Всего</b>	<b>41%</b>	<b>1%</b>	<b>1%</b>	<b>57%</b>	<b>63%</b>	<b>0%</b>	<b>4%</b>	<b>33%</b>
<b>Казахстан</b>								
Продукция деревообр. пр-ти	22%	56%	0%	21%	50%	1%	7%	43%
Продукция легкой пр-ти	17%	1%	65%	16%	40%	1%	18%	42%
Продукция машиностроения	40%	8%	0%	52%	22%	0%	13%	65%
Металлы	21%	2%	33%	44%	50%	0%	21%	29%
Продукция пищевой пр-ти	14%	37%	0%	49%	60%	2%	1%	37%
Прочие	26%	23%	2%	48%	37%	1%	18%	45%
Продукция с.х.	8%	36%	0%	56%	53%	3%	9%	34%
Стройматериалы	23%	59%	0%	18%	51%	6%	22%	20%
Топливо	7%	2%	8%	83%	85%	8%	1%	7%
Продукция химич. пр-ти	30%	6%	25%	38%	32%	1%	9%	58%
<b>Всего</b>	<b>11%</b>	<b>4%</b>	<b>14%</b>	<b>71%</b>	<b>40%</b>	<b>2%</b>	<b>13%</b>	<b>46%</b>
<b>Россия</b>								
Продукция деревообр. пр-ти	11%	6%	32%	50%	17%	0%	7%	76%
Продукция легкой пр-ти	34%	3%	10%	53%	9%	4%	42%	45%
Продукция машиностроения	37%	5%	9%	50%	8%	0%	16%	75%
Металлы	12%	2%	6%	80%	36%	0%	14%	49%
Продукция пищевой пр-ти	34%	4%	15%	47%	10%	0%	2%	88%
Прочие	6%	0%	1%	93%	8%	0%	23%	68%
Продукция с.х.	15%	3%	1%	80%	15%	5%	6%	74%
Стройматериалы	32%	3%	0%	65%	19%	0%	24%	57%
Топливо	10%	0%	4%	86%	53%	0%	3%	44%
Продукция химич. пр-ти	24%	2%	13%	61%	9%	0%	5%	86%
<b>Всего</b>	<b>12%</b>	<b>1%</b>	<b>6%</b>	<b>81%</b>	<b>12%</b>	<b>1%</b>	<b>14%</b>	<b>73%</b>
<b>Украина</b>								
Продукция деревообр. пр-ти	43%				16%			
Продукция легкой пр-ти	17%				16%			
Продукция машиностроения	57%				17%			
Металлы	23%				32%			
Продукция пищевой пр-ти	58%				14%			
Прочие	28%				12%			
Продукция с.х.	16%				17%			
Стройматериалы	35%				51%			
Топливо	30%				47%			
Продукция химич. пр-ти	41%				19%			
<b>Всего</b>	<b>33%</b>				<b>28%</b>			

Источник: COMTRADE.

Из всех стран СНГ-БКРУ только для Украины влияние регионального рынка для экспорта увеличилось в кризис до 33% (с 30% в 2008 г.). Причем рост доли регионального экспорта был связан с увеличением доли экспорта химической продукции до 41% (с 31% в 2008 г.), а также увеличением доли экспорта продукции деревообрабатывающей, бумажной промышленности и полиграфической продукции до 43% (с 41% в 2008 г.). Правда, увеличение доли только в последней группе товаров было связано с сохранением стоимостных объемов экспорта на уровне, близком к докризисным значениям. При этом заметно снизились стоимостные объемы экспорта из Украины в основные страны СНГ продукции сельского хозяйства и пищевой промышленности (на 26-27%), что было вызвано снижением цен. Рост доли регионального экспорта не сказался и на общих показателях товарооборота в силу заметного сокращения импорта из основных стран СНГ. В целом рынок основных стран СНГ остается привлекательным в силу меньшего влияния сырьевых товаров (топлива и металлов). Доля экспорта из Украины прочих товарных позиций в основные страны СНГ составила 70%.

#### *Баланс торговли: улучшение за счет конъюнктуры цен*

Торможение роста цен на основные сырьевые товары экспорта стран СНГ в 1 кв. 2010 г. и рост импорта пока не оказали заметного влияния на потоки валюты от торговых операций. Отношение торгового баланса относительно ВВП во всех основных странах (кроме Украины) продолжает улучшаться. В Казахстане и России торговое сальдо к ВВП выросло практически вдвое в 1 кв. 2010 г. относительно того же периода прошлого года, а в Беларуси почти вдвое снизился дефицит торгового баланса к ВВП. Только в Украине наблюдается некоторое ухудшение - торговое сальдо к ВВП снизилось на 1 п.п. до 5%.

В Казахстане и России торговый баланс улучшился благодаря значительному росту физических объемов экспорта в 1 кв. 2010 г. В Казахстане к тому же наблюдается меньшее увеличение импорта в связи с политикой сдерживания роста заработной платы (влияние оплаты труда на импорт см. Рис.7) в результате кризиса. В то же время в Украине и Беларуси при сложившейся динамике цен на сырье рост импорта может уже создавать потенциальную угрозу стабильности, если компании не предпримут изменений в политике повышения оплаты труда. Особенно значимо изменение подхода к оплате труда для Беларуси, поддерживающей до кризиса уровень заработной платы в долларовом выражении на уровне 70-80% от уровня заработной платы в России, в то время как в кризис отставание увеличилось вдвое. Разрыв в заработной плате Украины от России и раньше достигал двукратной величины, а по итогам кризиса вырос до 2.5 раз. В целом угроза избыточного стимулирования потребления и быстрого восстановления импорта при вероятном замедлении темпов роста внешних цен на сырье является актуальной для всех стран СНГ-БКРУ и может создавать проблему для стабильности валютных курсов и инфляции.

#### *МВФ активизирует помощь СНГ*

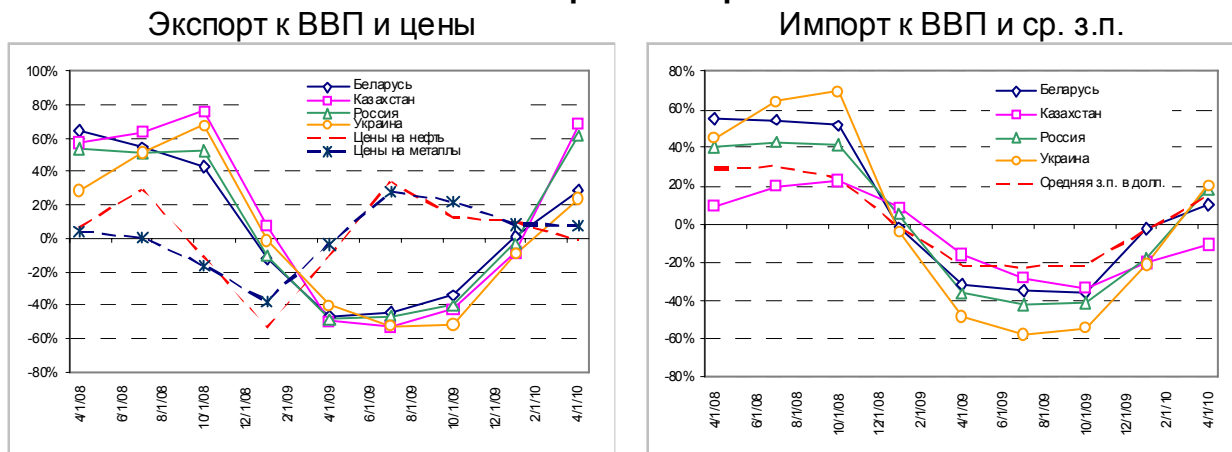
В кризисный 2009 г. происходило ухудшение ситуации с потоками капиталов. Причем наблюдался не только нетто отток капитала по портфельным инвестициям, но и снижение нетто притока прямых частных инвестиций (см. Рис.8). В Казахстане нетто приток частных инвестиций в 2009 г. снизился на 2 п.п. до 9% ВВП, на Украине – на 1 п.п. до 5%. В России вместо нетто притока наблюдался нетто отток прямых иностранных инвестиций, хотя и небольшой – 1% ВВП. Только в Беларуси приток прямых иностранных инвестиций остался на уровне 2008 г. – 4% ВВП. При этом в целом в трех основных странах СНГ с положительным нетто притоком инвестиций их уровень оставался существенно выше среднемировых показателей для развивающихся стран – 2% ВВП.

Отдельные развивающиеся страны, испытывающие дефицит валюты, использовали кредитование, в том числе международных финансовых институтов. В Беларуси кредиты международных финансовых институтов обеспечили около 40% отрицательного счета текущих операций. В условиях сохраняющегося положительного нетто притока капитала в условиях кризиса около половины всех кредитов было избыточным с точки зрения финансирования текущих потоков платежного баланса и пошло на пополнение резервов. На Украине кредитование международных финансовых институтов обеспечило около половины оттока капитала. Другая половина оттока капитала была профинансирована за счет накопленных резервов денежных властей.

В целом кредитование МВФ сыграло существенную роль в обеспечении дефицита валюты в странах СНГ-БКРУ с дефицитным счетом текущих операций. Из всех выделенных средств МВФ в 2008-2009 г. около 30% пошло на финансирование стран СНГ, в том числе кредиты Беларуси составили 4.5% от объема выделенных кредитов, а кредиты Украине – 22%.

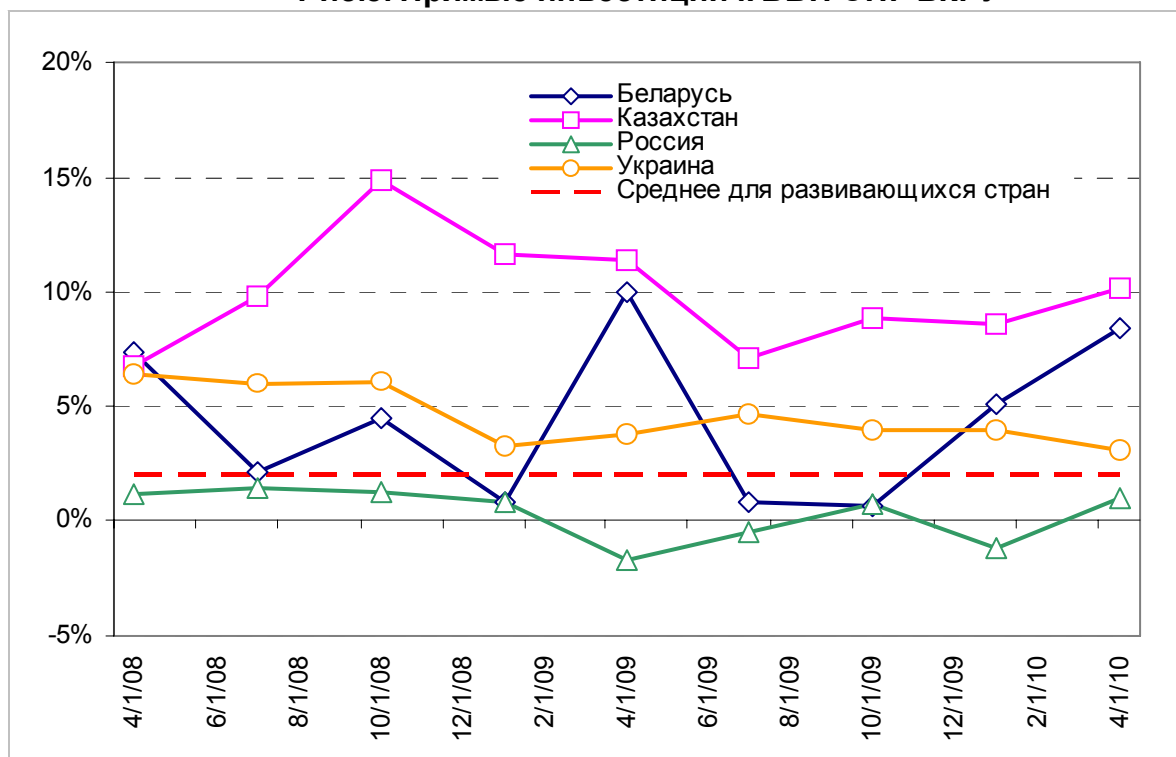
Объем помощи со стороны МВФ относительно ВВП развивающихся стран снизился по сравнению с 1998 г. почти вдвое (до 0.1%). При этом относительно объема нетто притока частного капитала в развивающиеся страны объем выделенных кредитов МВФ составил 14%, что на 3 п.п. выше этого же показателя в кризис 1998 г. Таким образом, МВФ отчасти страхует инвестиции иностранного капитала в

**Рис.7. Экспорт и импорт СНГ-БКРУ**



Источники: МВФ, Рейтер.

**Рис.8. Прямые инвестиции к ВВП СНГ-БКРУ**



Источник: Мировой банк, Рейтер.

развивающиеся рынки от возможных негативных событий связанных с дефицитом валюты для обеспечения равновесия платежного баланса.

*Внешний долг как ограничение роста*

Долговая нагрузка в условиях падения ВВП в СНГ-БКРУ выросла (см. Рис.9). При этом высокий уровень внешней долговой нагрузки на ВВП – значительно выше медианы развивающихся стран у Казахстана и Украины. В основном это связано со значительным накопленным внешним долгом частного сектора – около 70% (около 40% из которых составляет долг банковского сектора).

Высокий объем внешнего долга частного сектора является ограничением для экономического роста. Если в Казахстане имеется государственный суверенный фонд, который может быть использован на цели развития инвестиций, то на Украине источники финансирования новых проектов ограничены, равно как и объем экспортной выручки, которая является источником погашения сформировавшегося долга.

В этих условиях Украине необходимо расширение базиса фондовых активов как за счет акционирования и приватизации государственных компаний, так и за счет развития рынка земельных ресурсов. Хотя решить проблему можно было бы и за счет активизации внешней инфляции, прежде всего роста цен на металлы. Однако этот сценарий развития мировой экономики пока не выглядит реалистичным. При этом высокий уровень долговой нагрузки (в т.ч. и внешнего долга) развитых стран, превышающий уровень развивающихся стран (медианное значение нагрузки внешнего долга на ВВП развитых стран составило, по оценке, 171% в 2009 г.) может выйти на инфляционную траекторию достаточно неожиданно.

## Финансы государства

*Падение внешних доходов не мешает финансированию социальной сферы*

Бюджет в основных странах СНГ в 2009 г. в одинаковой степени пострадал от падения внутреннего и внешнего спроса. Снижение доходов бюджетов к ВВП наполовину объяснялось уменьшением доходов от внешнеэкономической деятельности на Украине и России. В Казахстане падение внутреннего спроса оказалось более значимым, и потери бюджета от его снижения объясняли 58% снижения доходов. Единственной страной, у которой влияние внешнего спроса для потерь доходов бюджета оказалось более значимым, стала Беларусь, где снижение доходов от внешнеэкономической деятельности объясняло около 82% падения доходов республиканского бюджета в целом.

В 1 кв. 2010 г., несмотря на восстановление экономического роста, ситуация с доходами бюджета пока не улучшилась. Во всех СНГ-БКРУ доходы относительно ВВП остаются ниже уровня того же периода год назад (в Казахстане на 1 п.п., на Украине на 4 п.п., в России на 6 п.п., а в Беларуси на 14 п.п.). В основном такой «провал» в доходной базе объясняется изменениями внутреннего спроса, в то время как внешние доходы не оказывали значимого эффекта на относительное падение поступлений в бюджет (см. Рис.10).

Несмотря на падение доходов бюджетов, практически все страны сделали приоритетными для финансирования социальную сферу. В 2009 г. расходы на социальную сферу увеличились в Беларуси на 1 п.п. ВВП, в Казахстане и России на 2 п.п., а на Украине – на 4 п.п. Россия и Казахстан увеличили также расходы на финансирование пенсионных и социальных фондов за счет бюджетных средств (см. Таблицу 3).

Увеличение расходов на экономику смогли себе позволить лишь страны, имеющие значительные ресурсы в суверенных фондах – Россия и Казахстан, повысившие расходные статьи, связанные с финансированием народного хозяйства и ЖКХ на 1 п.п. На Украине расходы на экономику не увеличились относительно ВВП, а в Беларуси и вовсе снизились на 1 п.п. Очевидно в условиях снижения источников доходов Беларусь, у которой расходы на экономику относительно ВВП выше других стран (Казахстана, России, Украины) во избежание проблем с дефицитом бюджета, который затруднительно финансировать в условиях кризиса, не смогла себе позволить роста финансирования предприятий.

## Денежная сфера

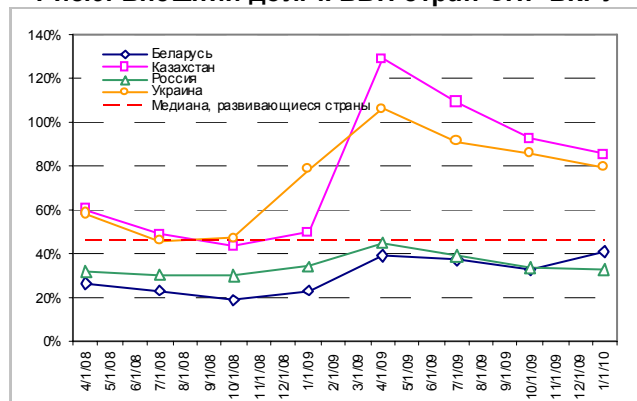
*Денежное предложение: восстановление зависимости от внешних денег*

Политика поддержки обеспечения ликвидности валютными активами денежных властей, использовавшаяся в докризисный период позволила странам СНГ-БКРУ избежать значительного сжатия ликвидности в 2009 г. Накануне кризиса в этих странах СНГ резервы в основном обеспечивали эмитированные денежными властями резервные деньги (см. Рис.11) – среднее соотношение резервных денег к золотовалютным резервам составляло 81%. Только в Казахстане падение резервов началось несколько раньше других стран (в 4 кв. 2007 г.) на фоне ипотечного кризиса в США. Однако денежные власти Казахстана в этот период отказались пойти на девальвацию национальной валюты и зафиксировали курс тенге к доллару. В результате этого накануне глобального кризиса и укрепления доллара резервы уже не обеспечивали полностью эмитированные резервные деньги – в 1 кв. 2009 г. соотношение резервных денег к резервам составляло 117%.

Девальвация валют повысила устойчивость денежной системы к неожиданному спросу на валютные активы. Соотношение резервных денег к золотовалютным резервам к 1 кв. 2010 г. в среднем для стран СНГ-БКРУ составило уже 69%, что означает почти полуторократную обеспеченность эмитированной денежными властями ликвидности валютными активами.

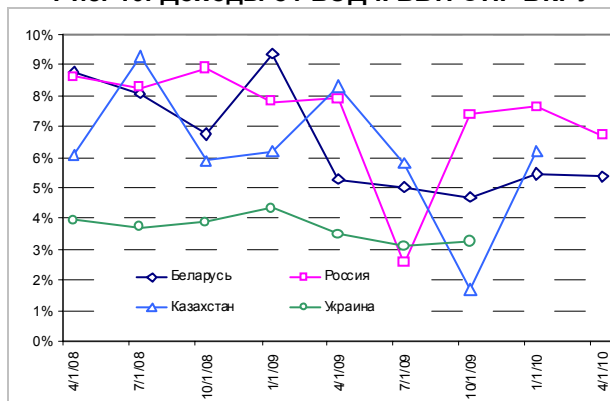
В целом во всех странах СНГ-БКРУ к 4 кв. 2010 г. восстановилась прежняя политика, связанная с обеспечением прироста ликвидности за счет увеличения валютных активов, хотя полное восстановление прежней политики будет затруднительным. Прежде всего, это касается Беларуси и Украины. В этих странах с некоторым запозданием повысилась роль финансирования банков со стороны денежных властей и

**Рис.9. Внешний долг к ВВП стран СНГ-БКРУ**



Источники: Мировой банк, Рейтер.

**Рис. 10. Доходы от ВЭД к ВВП СНГ-БКРУ**



Примечание: Казахстан - прирост суверенного фонда плюс импортные пошлины; остальные - экспортно-импортные пошлины; Беларусь - республиканский бюджет.  
Источники: министерства финансов, национальная статистика.

**Таблица 3. Выборочные статьи расходов бюджетов к ВВП СНГ-БКРУ, %**

	Социальные расходы		Пенсионные трансферты		Национальная экономика	
	2008	2009	2008	2009	2008	2009
Беларусь	14%	15%	Н.д.	Н.д.	11%	10%
Казахстан	11%	13%	4%	5%	5%	5%
Россия	11%	13%	6%	8%	8%	9%
Украина	12%	16%	Н.д.	Н.д.	3%	3%

Источники: министерства финансов, национальная статистика.

денежные власти стали нетто кредиторами банковской системы только в 2009 г. Поздние несвоевременные вливания ликвидности в банки потенциально может сказаться на повышении дисбаланса спроса и предложения на валютном рынке. При этом переток прироста финансирования за счет денежных властей в кредиты в этих странах остается хуже, чем в Казахстане и России. В Беларуси среднеквартальное финансирование банков за счет денежных властей составило в 2009 г. 163% от прироста денежной массы, в Украине – 85%. При этом кредитная активность банков в 2009 г. снижалась. В Беларуси среднеквартальные темпы роста кредитов банков составили 5% (9% в 2008 г.), а на Украине наблюдалось сокращение кредитного портфеля (против роста на 12% в среднем за квартал в 2008 г.). В 1 кв. 2010 г., несмотря на восстановление роста экономики, кредитная активность банков продолжала стагнировать на Украине и снижалась в Беларуси, где темпы роста кредитов банков экономике составили 2% г/г. В условиях низкого спроса на кредиты на Украине в 1 кв. 2010 г. банки предпочли сократить зависимость от финансов денежных властей, а в Беларуси пока этого не произошло. В Казахстане рост финансирования банков за счет денежных властей также пришелся на 2009 г. и в среднем денежные власти обеспечивали около 51% прироста денежной массы, хотя кредитная экспансия в период спада была невысокой – среднеквартальные темпы роста кредитов банков составили в 2009 г. 3%. При этом в период восстановления экономического роста в Казахстане увеличивается и спрос на кредитование – в 1 кв. 2010 г. темп роста банковских кредитов составил 7% г/г. В России помощь денежных властей оказывалась банкам в конце 2008 г. Эти вливания денежной ликвидности уже не влияют на баланс денежного и валютного рынка и полностью учтены в ходе девальвации. Кроме того, в 2009 г. банки предпочитали возвращать вложенные средства, что уменьшило вероятность выхода избыточной ликвидности на валютный рынок.

При этом девальвация во всех странах СНГ-БКРУ повысила валютизацию депозитов (см. Рис.11), что может привести к более значительным флуктуациям денежного рынка в условиях валютных шоков. Среднее соотношение валютных депозитов к денежной массе в странах СНГ-БКРУ выросло в 2009 г. до 36% (с 27% в 2008 г.). Если в Казахстане и России в 1 кв. 2010 г. валютизация депозитов пошла на убыль, то в Беларуси она увеличилась на 1 п.п., а на Украине не изменилась.

Рост валютизации наряду с потерями в приростах резервов привел к тому, что обеспеченность денежной ликвидности валютными активами стала значительно хуже в странах СНГ-БКРУ в целом. Если до кризиса хотя бы в России валютных резервов денежных властей было достаточно для покрытия резервных денег и валютных депозитов, то в 1 кв. 2010 г. их стало на 16% меньше. В других странах СНГ-БКРУ валютных

активов денежных властей и до кризиса было недостаточно для покрытия ликвидных средств. Это делает экономики стран с низкой эластичностью внутреннего спроса на кредитные ресурсы более уязвимыми к будущим валютным шокам. В странах с наименьшей обеспеченностью валютными резервами ликвидности девальвация курса национальной валюты (Беларуси и Украины) даже в условиях прошедшего кризиса оказалась в итоге несколько выше, чем в Казахстане и России.

Потенциальный спрос на кредиты связан и с текущей кредитной нагрузкой на экономику, которая является достаточно высокой на Украине. Доля внутреннего кредита к ВВП составляла в 1 кв. 2010 г. 85% при среднем уровне для развивающихся стран в 40%. В Беларуси, Казахстане и России кредитная нагрузка на экономику не выходит за средние значения (см. Рис.12), однако важную роль в этом играли денежные власти, которые выступали нетто кредиторами банковской системы. Без их учета кредитная нагрузка в Беларуси составляет 50% ВВП, в Казахстане – 58% ВВП. Самый низкий уровень кредитной нагрузки в России – 45%. В целом во всех странах СНГ-БКРУ кредитная нагрузка далека от уровней, достигнутых развитыми странами. В среднем для них внутренний кредит к ВВП составлял 110% в 2009 г.

В Беларуси и России относительно низкой остается кредитная нагрузка физических лиц (см. Рис.12). Объем кредитов физическим лицам составляет в Беларуси 23% от фонда оплаты труда, а в России – 23%. В Казахстане соответствующий показатель составляет 58%, а на Украине 46%. Эластичность спроса на кредиты в Беларуси и России может быть выше в условиях снижения процентных ставок, и банки в этих странах могут охотнее кредитовать население. В результате возможно более активное стимулирование спроса в период выхода из кризиса. Правда, ограничением такой политики выступает вероятность высоких темпов роста импорта.

#### *Инфляция – курс на снижение*

Гибкость инфляционных процессов к шокам спроса также является значимой для адаптации рынка. В частности значимую роль в торможении инфляции на Украине оказала достаточно высокая гибкость цен на продукты питания. В результате, на торможении инфляции на Украине сказались обе волны торможения спроса – внешнего в результате падения мировых цен в 3 кв. 2008 г. и внутреннего в 3 кв. 2009 г. Из-за того, что внутренние цены на продукты питания начали снижаться еще до девальвации национальной валюты, инфляция на Украине не значительно превысила показатели других стран, составив в 2008 г. 18%.

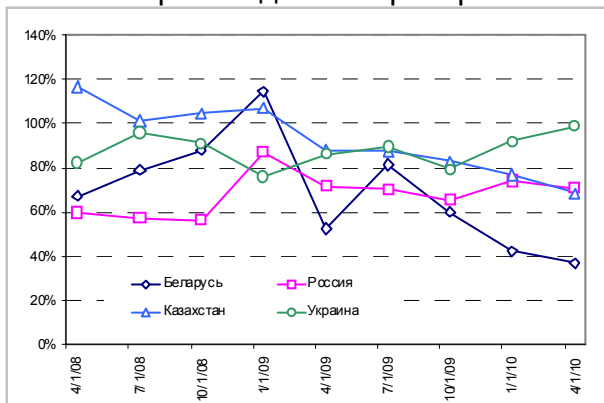
Второй инфляционный шок, связанный с падением внутреннего спроса, которое было спровоцировано в том числе и девальвацией национальных валют, повлиял уже на все остальные страны: Беларусь, Казахстан, Россию. Прежде всего, девальвация сказалась на падении цен на продукты питания, что привело к выравниванию внутренних цен с внешними биржевыми ценами. В целом в результате изменения цен и курсов национальных валют практически во всех странах СНГ-БКРУ цены на продовольствие снизились. Исключением остается только Россия, где уровень цен на продовольствие практически сравнялся со среднемировым уровнем и докризисными значениями. Это снижает вероятность ускорения инфляции в краткосрочной перспективе в условиях восстановления растущей траектории на мировых рынках, особенно если сохранится открытость внутреннего рынка для Беларуси, Казахстана и Украины. Пока все выглядит иначе – в 1 кв. 2010 г. цены на продовольственные товары в России в долларовом выражении выросли больше, причем только половина роста была вызвана более быстрым укреплением рубля, чем в других странах.

На Украине, в отличие от других стран, первичный девальвационный шок значительно больше сказался на росте цен непродовольственных товаров (см. Рис.13). В 4 кв. 2008 г. они выросли на 12%, в то время как в остальных странах СНГ-БКРУ в среднем рост не превысил 0.6%. Более высокий темп роста цен на непродовольственные товары сохранялся на Украине и после, вплоть до 4 кв. 2010 г., когда отклонение темпа роста цен непродовольственных товаров от темпов роста в других странах СНГ-БКРУ стало незначительным. Такой эффект объясняется более высоким спросом на непродовольственные товары на Украине в силу относительно невысоких средних доходов населения, которое еще испытывает значительные потребности в удовлетворении потребительского спроса. Активизация потребительской активности в кризис была обусловлена и низкой степенью доверия к банковской системе.

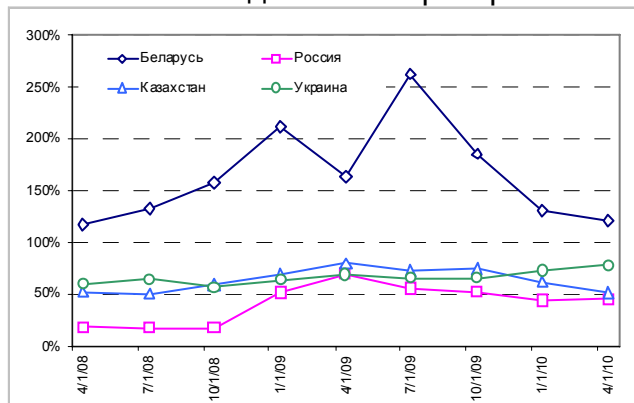
Дополнительным фактором торможения инфляции на Украине и в Беларуси было торможение роста цен на платные услуги (см. Рис.13), связанное со снижением цен на топливные товары. Особенно заметным было использование такого инструмента сдерживания инфляции на Украине. Эта тенденция сохранилась и в 1 кв. 2010 г., когда цены на платные услуги в этой стране не увеличились, в то время как средний темп роста цен на платные услуги в других странах СНГ-БКРУ составил 2.8%.

**Рис.11. Резервные деньги и валютные депозиты к резервам**

Резервные деньги к резервам



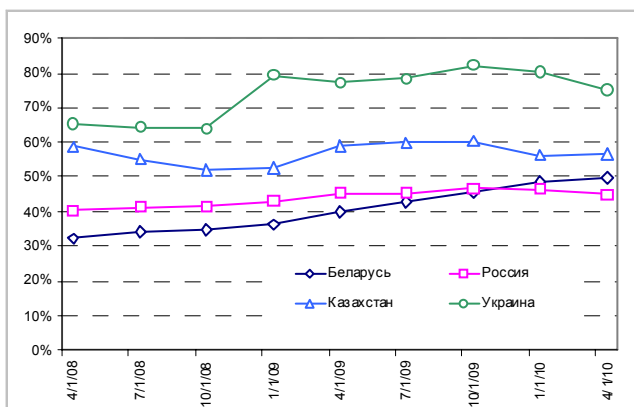
Валютные депозиты к резервам



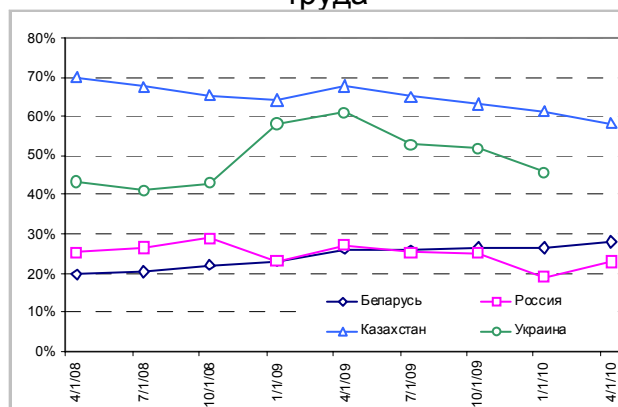
Примечание: Резервы в Казахстане и России без учета суверенных фондов.  
Источники: центральные банки СНГ-БКРУ.

**Рис.12. Кредитная нагрузка на экономику и оплату труда**

Кредиты банков к ВВП



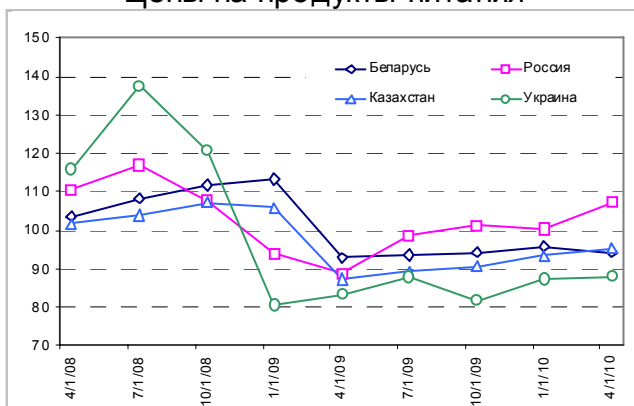
Кредиты физическим лицам к оплате труда



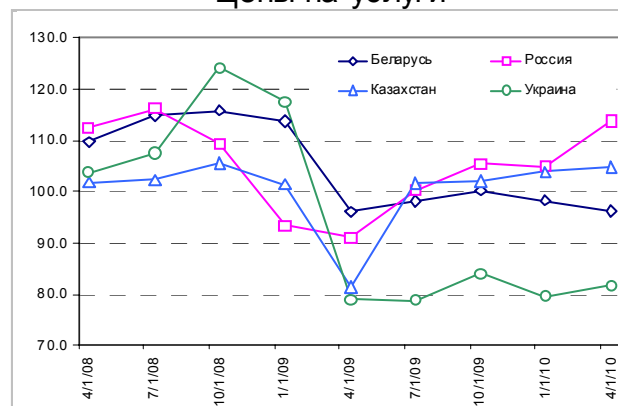
Источники: МВФ, Рейтер, центральные банки СНГ-БКРУ.

**Рис.13. Цены на продовольствие и услуги (индекс 4 кв. 2007 г. =100, в долл.)**

Цены на продукты питания



Цены на услуги



Источники: Рейтер.

Казахстан и Россия, наоборот, являются лидерами повышения цен на платные услуги, хотя именно они являются основными поставщиками топливных ресурсов. Это вызвано давлением продавцов на сближение внутренних и внешних цен, особенно возросшее в условиях кризиса и снижения спроса на внешних рынках. Разрыв в ценах на платные услуги от средних цен в других странах составляет в России 2.4 раза, а в Казахстане -2.9 раза. Внутренние цены в Беларуси и на Украине на платные услуги еще ниже – здесь аналогичный показатель превышает 4.5 раза. Повышение цен на внутреннем рынке основных поставщиков топлива неизбежно скажется на ускорении инфляции в Беларуси и на Украине.

*Валютная политика: укрепление рубля ведет к росту импорта из СНГ*

Валютный рынок остается во власти динамики внешних цен на сырье, обеспечивающей приток валюты от экспорта. В этих условиях динамика курсов валют основных стран СНГ становится все больше похожей на динамику курса других товарных валют, в частности канадского доллара (см. Рис.14).

В 1 кв. 2010 г., несмотря на небольшое снижение цен на нефть, продолжался рост цен на металлы. Сезонное падение импорта в начале года тоже играло свою роль для ослабления влияния на внутренний валютный рынок укрепления доллара на мировых валютных рынках. Хотя такая же тенденция была характерна и для других сырьевых стран, вопреки тому, что во 2 кв. 2010 г. укрепление доллара стало проявляться и в странах, экспортирующих сырье.

Кризисная девальвация привела к укреплению реального курса рубля относительно валют стран СНГ-БКРУ на 11% за два года к началу 2 кв.2010 г. Девальвация национальной валюты к рублю была характерна для Беларуси и Украины, в то время как реальный курс тенге к рублю практически не изменился за тот же период. Укрепление рубля сыграло положительную роль в росте доли импорта основных стран СНГ в Россию. За сопоставимый период она увеличилась на 1 п.п. до 15% (см. Рис.15).

*Денежный рынок: слабая реакция на кризис создала возможность продолжить мягкую денежную политику*

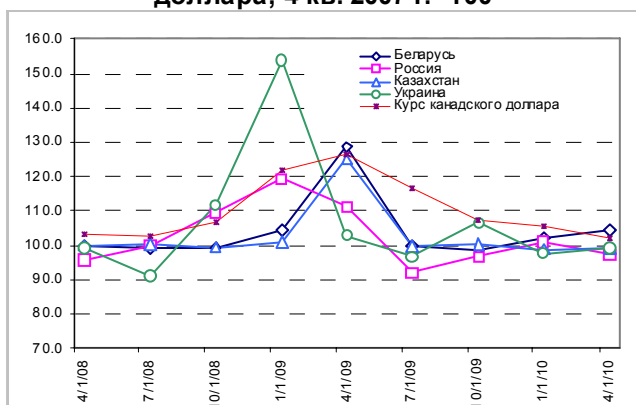
Реакция денежного рынка оказалась достаточно спокойной: в период девальвации среднеквартальные значения ставки денежного рынка в странах-нефтеэкспортерах (Казахстане и России) не повышались выше 9%. В период укрепления курсов национальных валют ставка денежного рынка снизилась до минимальных значений. Даже на Украине, где средняя ставка денежного рынка в период девальвации была выше 20% в 1 кв. 2010 г. она снизилась до 1.5% (см. Рис.16).

Низкий спрос на кредиты и возможности для ослабления денежной политики позволили избежать использования ставок в качестве инструмента выравнивания дисбаланса спроса и предложения денежного рынка. В результате изменение ставок не компенсировало девальвацию, а их последующее снижение, наоборот, позволило ускорить восстановительное укрепление курсов. В итоге банкам удалось заработать на доступе к валютным рынкам, при этом в большинстве случаев контрагенты, инвестирующие в валютные активы понесли потери.

Текущий уровень ставок по срочным инструментам в национальных валютах (кредитам, депозитам, облигациям) в странах СНГ-БКРУ остается высоким по сравнению с большинством развитых и отдельных развивающихся стран. Это может оказать сдерживающий эффект на девальвацию в ходе последней волны валютной нестабильности, связанной с долговой нагрузкой бюджетов. Для того, чтобы уловить минимальные ставки по кредитам в национальных валютах в ходе текущего периода страны СНГ-БКРУ должны сохранить курс на снижение инфляции, которая, несмотря на торможение, остается выше по сравнению не только с развитыми, но и развивающимися странами. Это сдерживает снижение ставки рефинансирования (см. Рис.16). По сути, высокая инфляция является основным ограничителем для дальнейшего снижения ставок и стимулирования инвестиционной активности. Хотя денежные власти могут сдерживать снижение ставок и в связи с неопределенностью глобального роста, боясь быстрого восстановления импорта. Для большей уверенности в стимулировании инвестиционной активности за счет политики снижения ставок необходимо наличие мощностей для выпуска соответствующей инвестиционному спросу инвестиционной продукции местного производства.

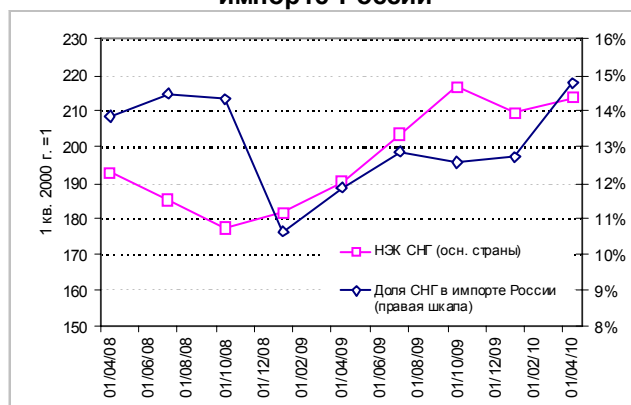
Препятствием к снижению ставок может также являться их рост в развитых странах, который уже начался в странах с критической долговой нагрузкой, но вскоре может охватить и страны с умеренной долговой нагрузкой. Смогут ли страны СНГ-БКРУ, где эта проблема стоит не так остро устоять перед натиском глобального роста ставок или нет зависит также от доверия иностранных инвесторов политике денежных властей. Шансов у стран, прибегнувших к восстановлению жесткой, привязанной к внешним ресурсам политике несколько больше, но вряд ли денежные власти захотят возвращаться к такой самоограничительной

**Рис.14. Курсы валют СНГ-БКРУ и канадского доллара, 4 кв. 2007 г.=100**



Источники: Рейтер.

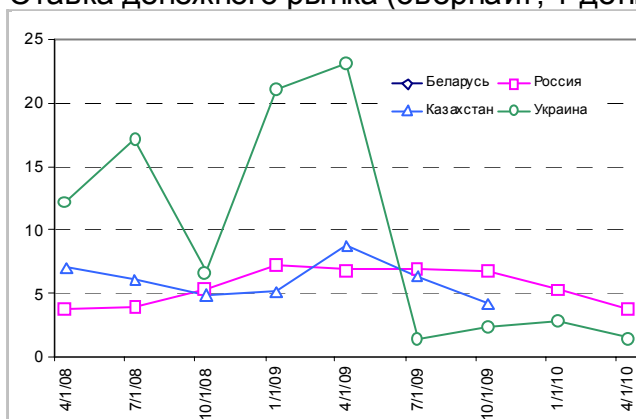
**Рис.15. Динамика рубля и доля импорта СНГ в импорте России**



Источники: Рейтер, национальная статистика.

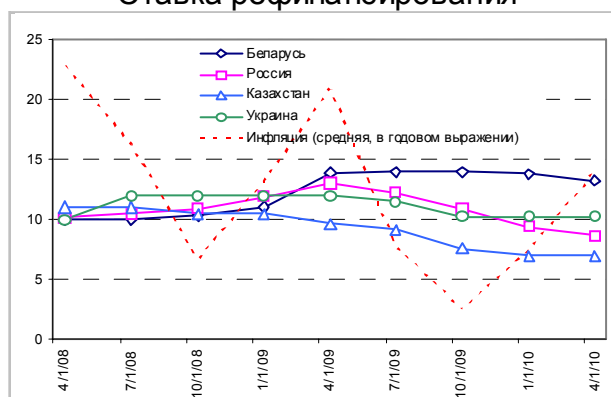
**Рис.16. Ставка денежного рынка и ставка рефинансирования в основных странах СНГ**

Ставка денежного рынка (овернайт, 1 день)



Источник: Рейтер

Ставка рефинансирования



политике после достаточно мягкой реакции денежного рынка и инфляции на кризис. Вопрос равновесия источников денежного роста в долгосрочной перспективе, на наш взгляд, упирается в пропорции инвестиционного спроса на импортные технологии и технологии, воспроизводимые за счет внутренних ресурсов СНГ-БКРУ.

---

## ПРОГНОЗ ЭКОНОМИКИ СТРАН СНГ: БЕЛАРУСЬ, КАЗАХСТАН, РОССИЯ, УКРАИНА (БКРУ)

---

### Внешние факторы

Важной составляющей роста экономик стран СНГ остается внешний сектор. В этих условиях фактор благоприятной ценовой конъюнктуры остается наиболее значимым для балансирования бюджета, а также для формирования источников роста инвестиционной активности традиционных для экономик секторов.

Сценарии роста сырьевых цен в среднесрочной перспективе сильно расходятся, и консервативный сценарий роста внешних цен является характерным как для международных финансовых агентств (МВФ), так и для правительств стран с топливно-ориентированным экспортом (России, Казахстана). Постепенно уходят на второй план сценарии краха доллара, которые могли бы поддержать «бумажный» рост цен на основное сырье. Долговой кризис, который постиг Еврозону несколько раньше, чем США, продемонстрировал, что в условиях отсутствия альтернативы, растет спрос на доллар, а не валюты развивающихся стран (или других стран с более устойчивой долговой системой). Сжатие денежной массы, вызванное уменьшением кредита в развитых странах, не позволило раскрутиться инфляционному шоку, который способен был поддержать рост стоимости сырья. В результате, негативные сценарии, которые рассматривались до кризиса, не получили в настоящее время поддержки.

С другой стороны, позитивные сценарии развития также не находят подтверждения в ожиданиях экспертов, хотя МВФ постепенно пересматривает прогноз экономик в сторону повышения. Осторожность и экспертов, и политиков объясняется двумя причинами: 1) замедлением роста внутреннего спроса в США, 2) завершением в 1 полугодии периода «низкой базы» и вероятностью ухудшения статистики роста во 2 полугодии.

Основная неопределенность состоит в приспособлении глобальной экономики к кризисному шоку. С нашей точки зрения посткризисная экономика характеризуется гораздо большей неустойчивостью, чем до кризиса по следующим причинам:

1. Кризисные решения в основном были связаны с решением проблем финансового сектора, который должен стать основным источником покрытия внутреннего дефицита в США в посткризисный период. В целом такая политика ориентирована на рост сберегательной активности населения США в условиях изменения возрастной структуры, что также будет сказываться на снижении потребления и уменьшении темпов экономического роста.
2. Ожидаемые изменения в модели потребления в США происходят достаточно медленно и проблема двойного дефицита, отступив на короткое время в кризис в результате спроса на доллары, снова получает развитие в послекризисных условиях, в то время как видимого решения долгового кризиса пока нет. Доллар в этих условиях сохраняет свою неустойчивость, в условиях одновременного подрыва доверия к альтернативным валютам. Это может создать условия для возникновения новой волны финансовой нестабильности.
3. Кризис ослабил экономики развивающихся стран и потенциал роста за счет внутреннего спроса во многих экономиках снизился. Основной акцент смещается на растущий Восток, хотя ценовые пропорции в странах Азии не изменились. Вынос производств усилил зависимость роста экономик развитых стран от увеличения спроса в развивающемся мире, но рост издержек (в основном за счет увеличения стоимости топлива и металлов) при отсутствии экспансии на внешних рынках может привести к росту инфляционного давления и повлиять на торможение роста молодых экономик. Многое будет зависеть и от развития конкуренции между азиатскими странами: экономики азиатских тигров в условиях дальнейшей концентрации выпуска в странах с более низкой оплатой труда.
4. Снижение цен на топливо и металлы может быть вызвано ростом инвестиций в добычу и производство. Такая тактика может привести к снижению цен, как это было в период разработки морского шельфа в 80-е и выхода на мировые рынки стран СНГ в 90-е. Хотя отчасти ввод новых месторождений будет замещать выбывающее производство. Кроме того, необходимо учитывать масштабы роста спроса на бензин в Азии. В целом это может нивелировать увеличение предложения в результате освоения новых месторождений.
5. Источником роста сырьевых цен может являться спекулятивный спрос, связанный с падением доверия к бумажным валютам, что означает неустойчивость высоких цен на топливо и их зависимость от политики ФРС, связанной с переходом к высоким ставкам.

6. Источником роста инфляционного давления может быть повышение цен на сельхозпродукцию (снижение корреляции с другими видами сырья). Это может быть вызвано ростом доходов и развитием процессов индустриализации в странах Азии, влияющим на повышение спроса на переработанную сельхозпродукцию, а также постепенным сжатием программ сельскохозяйственных дотаций в Европе в условиях долгового кризиса.

С точки зрения сценариев в среднесрочный период можно рассматривать более мягкий и более жесткий сценарий развития мировой экономики в зависимости от адаптации к долговому кризису экономик развитых и развивающихся стран. Более мягкий сценарий характеризуется сохранением доверия к бумажным валютам и управляемому повышению ставок (сохранению положительных реальных ставок в развитых странах), стимулирующим развитие сберегательной активности в развитых странах. Более жесткий сценарий состоит в потере контроля за мировой инфляцией и снижении доверия к бумажным валютам. Это может способствовать резкому всплеску стоимости сырья, подавляющему рост на новых азиатских рынках. В результате период восстановления экономик может оказаться непродолжительным, породив новую цепочку кризисов в развивающихся странах. Обострение бюджетных проблем (в связи со старением населения) в развитых странах и низкое доверие к бумажным валютам не позволит эффективно обеспечить финансовую стабильность экономик.

Основные параметры изменения внешней среды можно рассматривать также под углом сопоставления циклов и наложения динамики роста на посткризисное восстановление. Динамика внешних факторов, используемых для прогноза может также опираться на имеющуюся посткризисную историю. Возможно, использование средних параметров в послекризисный период, а также динамика экзогенных факторов, характерная для сопоставимых кризисов. В данном случае используется динамика основных параметров сырьевых рынков, развитых и развивающихся стран, а также потоков капитала, характерная для кризиса 70-х гг. Использование посткризисной динамики этого периода определяется следующими особенностями:

1. Крах золотодолларового стандарта, сопоставимый с шоком падения доверия к доллару как бумажной (безрезервной) валюте.
2. Низкая инфляция с последующим ее ростом
3. Низкие процентные ставки с их увеличении в последствии до высоких значений
4. Восхождение Японии как промышленной державы, сопоставимое с нынешним восхождением и индустриализацией в Китае.
5. Падение ВВП было характерно для всех стран, правда в развивающихся странах темпы роста оставались выше нуля.

Правда, сопоставимых параметров для стран Еврoзоны в тот период не существовало. Поэтому используется динамика ВВП Германии. Для оценки инфляции в мире используется динамика инфляции в США, которая может рассматриваться в качестве оценки посткризисного роста импортных цен для развивающихся стран.

Для цен определения динамики цен на сырье этот период является не вполне адекватным, поскольку нефтяные цены стали более или менее свободно изменяться уже после 1974 г. В этих условиях можно использовать среднее изменение цен на промышленную продукцию в США в сопоставимый период цикла.

Некоторой корректировки требует и выбор периода для параметров потоков капитала, т.к. иностранные инвестиции частного капитала в развивающиеся рынки играли менее существенную роль. Однако можно использовать темпы их роста относительно текущих параметров с последующим перерасчетом относительно ВВП развивающихся стран.

### **Инвестиции – основной фактор роста**

Изменение конфигурации инвестиционной среды на постсоветском пространстве в условиях кризиса пока не способствует улучшению ситуации. Снижение прямых иностранных инвестиций в странах СНГ и их частичное замещение государственным инвестиционным спросом в условиях кризиса нельзя в полной мере назвать адекватным как с точки зрения параметров спроса на инвестиционные продукты и услуги, так с точки зрения масштабов. В посткризисный период правительства вряд ли будут спешить с расширением расходов на фоне недавних собственных примеров дефолта по суверенным облигациям и проблем в Греции. Наоборот, практически во всех странах обостряется проблема бюджетного дефицита, что требует ужесточения политики расходов.

Хотя в перспективе можно ожидать активизации процессов привлечения частного капитала в рыночных формах (за счет приватизации, IPO и др.). На динамике роста будет сказываться и более осторожная и адекватная проработка проектов. Первоначальный эффект будет обеспечиваться в основном за счет проектов, ориентированных на расширение экспорта.

Источниками финансирования инвестиционной активности остается приток прямых инвестиций в регион (как это происходит в Казахстане, где прямые инвестиции выросли в 1 кв. 2010 г. на 16% г/г). Перераспределение потока прямых иностранных инвестиций на регион СНГ может быть связано с «выносом» проектов масштабирования венчурных производств, опирающихся на предложение квалифицированных трудовых ресурсов. Хотя значимую роль в этих процессах будет играть политика масштабирования несырьевых производств, инициированных в России. В сценарии более тесной интеграции инвестиционные ресурсы России частично используются для развития проектов в основных странах СНГ (пропорционально их конкурентоспособности), а в сценарии менее активной интеграции российские инвестиции целиком направляются на развитие в восточных регионах. Экономический рост могли бы подстегнуть программы восстановления изношенных фондов. Хотя этой проблеме уделяется мало внимания такие проекты могут быть востребованы в условиях неустойчивого восстановления и учащения циклической динамики.

Одной из главных проблем взаимодействия стран в инвестиционной сфере является возросшая сложность и срочность проектов, требующая более четкого понимания рынка сбыта продукции и оптимизации во избежание создания избыточных мощностей по производству. Процесс от проработки проекта до его запуска в этих условиях занимает более длительный период, что может приводить к всплескам и спадам инвестиций, несмотря на рост притока капитала (как это происходит в Казахстане в посткризисный период, где вероятность более быстрого восстановления прямых инвестиций наиболее высока).

Источники инвестиционной активности в странах СНГ-БКРУ ограничены в силу кредитной нагрузки и внешнего долга частного сектора. В краткосрочной перспективе кредитная нагрузка в странах СНГ-БКРУ на корпоративный сектор оставляет потенциал роста кредитных заимствований. Использование банками кредитной экспансии, не получившей развития в условиях кризиса, будет поддерживаться сформировавшимися условиями для формализации и апробации процедур получения рефинансирования со стороны центральных банков. В краткосрочной перспективе значимым для реализации этого процесса является девальютация сбережений, которые могли бы стать источником текущего предложения денежных средств для финансирования проектов. В этих условиях много будет зависеть от политики управления процентными ставками и их адаптации к росту инвестиционного спроса.

Потребительский спрос в посткризисный период может демонстрировать оживление и даже (как показал 1 кв. 2010 г.) более заметное, чем инвестиционный спрос. Инвестиции, как правило, следуют за оживлением спроса и поэтому обычно запаздывают в периоды выхода из кризиса. Однако всплеск потребительской активности может быть значимым для роста, политика предпочтений потребителей позволит избежать ускорения импорта. В большей степени это касается влияния на импорт политики локализации производств товаров длительного пользования на местных рынках (в частности автомобилей, мебели, бытовой техники). Спрос населения на местную продукцию в этих секторах будет определяться, прежде всего, ценовой политикой производителей, поскольку цены на внутреннем рынке в этом сегменте, по оценке, почти вдвое превышают среднемировые значения.

---

Примечание к таблице "Макроэкономические показатели и прогноз на 2010 г.": прогноз бюджета Беларуси, Казахстана - республиканский бюджет, России - федеральный бюджет; прогноз России по данным МЭР - сценарий 2б; ЦБ РФ - 3 сценарий; прогноз Казахстана - по данным НБК использовался второй сценарий. Источники: НББ, НБРК, МЭР РФ, ЦБ РФ, НБУ, Министерство экономики Украины, "Консенсус-прогноз" Центра развития.

## МАКРОЭКОНОМИЧЕСКИЕ ПОКАЗАТЕЛИ И ПРОГНОЗ НА 2010 Г.

	2009	2010			
		оценка экспертов	консенсус-прогноз	правительство, ЦБ	МВФ
<b>Внешние параметры</b>					
Цены на нефть, т.р. %	-34.3	7.7	-	-	-
Инфляция (развив. страны), %	5.2	5.0	-	-	6.2
ВВП (развив. страны), т.р. %	2.4	5.4	-	-	6.3
Приток частного капитала (развив. страны нетто), % ВВП	1.0	0.9	-	-	1.0
Курс валют развивающихся стран к доллару, т.р. %	7.0	9.0	-	-	-
<b>ВВП (прирост, % г/г)</b>					
Беларусь	2.4	3.9	-	11.0-13.0	2.4
Казахстан	1.2	6.0	-	4.0	2.4
Россия	-7.9	3.7	4.3	3.5	4.0
Украина	-15.0	4.3	3.4	3.7	3.7
<b>Инвестиции (% г/г)</b>					
Беларусь	7.6	4.5	-	23.0-25.0	-
Казахстан	1.9	8.5	-	-	-
Россия	-37.4	5.0	5.2	4.0	-
Украина	-46.0	6.9	6.2	-	-
<b>Заработная плата (USD, с/п)</b>					
Беларусь	362.2	379.4	-	-	-
Казахстан	266.7	303.7	-	-	-
Россия	639.5	682.1	653.0	713.0	-
Украина	250.4	262.3	264.6	-	-
<b>Инфляция (% к/п)</b>					
Беларусь	10.1	9.5	-	8.0-10.0	8.0
Казахстан	6.2	7.5	-	6.0-8.0	7.7
Россия	8.8	7.9	7.4	6.5-7.5	6.0
Украина	12.3	10.0	14.0	13.1	9.4
<b>Сальдо текущего счета (% от ВВП)</b>					
Беларусь	-12.9	-11.2	-	-	-10.4
Казахстан	-3.1	-1.0	-	-8.5	0.7
Россия	3.9	1.9	4.6	3.8	5.1
Украина	-1.7	-1.5	-0.4	-0.1	-2.3
<b>Сальдо консолидированного бюджета (% от ВВП)</b>					
Беларусь	-1.0	-1.5	-	-1.5	-
Казахстан	-2.7	-1.5	-	-4.0	-
Россия	-6.2	-5.8	-3.5	-6.7	-
Украина	-3.8	-4.5	-4.6	-	-
<b>Денежная масса (прирост, % к/п)</b>					
Беларусь (М3)	23.1	15.0	-	34.0-42.0	-
Казахстан (М3)	17.9	16.0	-	9.6	-
Россия (М2)	16.3	21.5	21.7	8.0-18.0	-
Украина (М3)	-5.6	10.8	15.9	-	-
<b>Ставка рефинансирования (% годовых, к/п)</b>					
Беларусь	13.8	10.0	-	9.0-12.0	-
Казахстан	7.0	7.0	-	7.0	-
Россия	9.4	8.0	-	-	-
Украина	10.3	9.0	-	-	-
<b>Обменный курс (к доллару США, к/п)</b>					
Беларусь	2843.3	3070.8	-	-	2938.2
Казахстан	148.6	145.7	-	-	146.7
Россия	30.3	28.5	27.8	28.0	29.7
Украина	8.0	8.8	8.2	-	8.3