

РОССИЯ СБАВЛЯЕТ ХОД

Макроэкономический прогноз на 2012 г.

Внешнее давление на российскую экономику нарастает...

Начиная с прошлой осени на российскую экономику во все большей степени воздействуют внешние шоки – и позитивные, и негативные: рост цен на нефть, усиление оттока капитала и обострение экономических проблем в Европе. Рост цен на нефть и масштабный отток капитала в значительной мере уравновешивают друг друга, так что изменение нашего прогноза на 2012 г. во многом носит косметический характер. Повышение цен на нефть и резкое ускорение роста кредитования играют на руку российской экономике, исходя из чего, мы несколько повысили свой прогноз роста ВВП и промышленного производства, а также курса рубля. Масштабный отток капитала препятствует росту инвестиций, и мы существенно понизили оценку его темпов – почти на 2 п.п. В целом, как и раньше, мы прогнозируем существенное замедление экономического роста по сравнению с 2011 г.

...а политика правительства не слишком сильно влияет на макроэкономическую ситуацию. Внутренние факторы, в том

числе снижение ставки страховых взносов в начале года и рост протестного движения после выборов, пока что лишь в ограниченной степени сказываются на динамике российских экономических индикаторов. Вопреки ожиданиям, снижение страховых взносов не привело к увеличению доходов от предпринимательства (по состоянию на март 2012 г. снижение на 13,2% год к году), что в значительной мере объясняется масштабным оттоком капитала. Дополнительным источником риска, по нашему мнению, выступает запланированная на лето индексация регулируемых тарифов, которая чревата ускорением инфляции и дальнейшим снижением экономической активности.

ОСНОВНЫЕ ФАКТОРЫ 2012 Г. – ДОРОГАЯ НЕФТЬ, МАСШТАБНЫЙ ОТТОК КАПИТАЛА И СЛАБОСТЬ ЕВРОПЕЙСКОЙ ЭКОНОМИКИ

Внешнее давление на российскую экономику нарастает. Мы повысили прогноз среднегодовой цены Urals на 2012 г. почти на 10% – с 98,5 до 108 долл./барр., а прогноз оттока капитала по итогам года – с 20–40 до 60–80 млрд долл.

ВЫИГРЫШ ОТ ДОРОГОЙ НЕФТИ, ПОТЕРИ В РЕЗУЛЬТАТЕ МАСШТАБНОГО ОТТОКА КАПИТАЛА

Прогноз экономического роста изменен незначительно – рост цен на нефть и усиление оттока капитала уравновешивают друг друга. Поскольку рост цен на нефть и увеличение оттока капитала оказывают на экономику противоположное влияние, новая редакция нашего макроэкономического прогноза представляет собой лишь «тонкую настройку» его прежней версии.

Резкое сокращение инвестиций ввиду масштабного оттока капитала. Мы понизили прогноз роста инвестиций в основной капитал почти на 2 п.п. до 6,3%, поскольку ожидаем интенсивного оттока капитала.

Укрепление рубля и замедление инфляции в связи с повышением цен на нефть. Даже в условиях масштабного оттока капитала высокие цены на нефть поддержат рубль и вынудят ЦБ ужесточить кредитно-денежную политику, в результате чего инфляция по итогам 2012 г. снизится до 6,7%.

За незначительным бюджетным дефицитом по итогам 2012 г. в дальнейшем последует его увеличение. Высокие цены на нефть обеспечат увеличение бюджетных доходов на 600–700 млрд руб., что позволяет нам понизить прогноз бюджетного дефицита по итогам 2012 г. до 0,4% ВВП.

ДОЛГОСРОЧНЫЙ ПРОГНОЗ: УМЕРЕННЫЙ РОСТ

Неразвитые институты и снижение покупательной способности нефти останутся главными препятствиями для роста. Хотя с конца 2012 г. отток капитала, по нашей оценке, начнет уменьшаться, в отсутствие глубоких институциональных преобразований рост российского ВВП в долгосрочной перспективе будут сдерживать низкие темпы роста мировой экономики (на длинном временном горизонте мы оцениваем их лишь в 2,5%) и постепенное уменьшение покупательной способности нефти.

Макроэкономический прогноз

Основные экономические показатели

	2011	2012П		
		Новый	Старый	Офиц.
Рост год к году, %				
ВВП	4,3	3,2	2,8	3,4
Промпроизводство	4,7	2,9	2,5	3,1
Инвестиции в основной капитал	8,3	6,3	8,2	6,6
Оборот розничной торговли	7,0	6,5	5,1	6,3
Реальные располагаемые доходы	0,8	4,0	4,7	5,0
Индекс потребительских цен	6,1	6,7	7,2	5 - 6
Экспорт, млрд долл.	522,0	555,4	522,3	558,0
Импорт, млрд долл.	323,8	359,7	342,7	369,5
Счет текущих операций, млрд долл.	98,8	119,5	76,5	83,0
Профицит фед. бюджета, % ВВП	0,8	(0,4)	(1,6)	(0,5)
Среднегодовой курс руб./долл.	29,4	29,5	29,8	29,2
Среднегодов. цена Urals, долл./барр.	109,6	108,0	98,5	115,0

Источники: Минэкономразвития, оценка УРАЛСИБа

ОСНОВНЫЕ ФАКТОРЫ 2012 Г. – ДОРОГАЯ НЕФТЬ, МАСШТАБНЫЙ ОТТОК КАПИТАЛА И СЛАБОСТЬ ЕВРОПЕЙСКОЙ ЭКОНОМИКИ

Внешнее давление на российскую экономику нарастает. Начиная с прошлой осени на российскую экономику во все большей степени воздействуют внешние шоки, важнейшие из которых – рост цен на нефть, усиление оттока капитала и обострение экономических проблем в Европе. Рост цен на нефть и масштабный отток капитала в значительной мере уравновешивают друг друга, так что изменение нашего прогноза на 2012 г. носит во многом косметический характер. Однако, как и раньше, мы ожидаем резкого замедления экономического роста по сравнению с 2011 г. (с 4,3% по итогам 2001 г. до 3,2% в 2012 г.) в результате ухудшения внешней конъюнктуры. Внутренние факторы, в том числе снижение ставки страховых взносов в начале года и активизация протестных настроений после выборов, в ограниченной степени влияют на макроэкономическую ситуацию. Однако дополнительным источником риска, по нашему мнению, выступает запланированная на лето индексация регулируемых тарифов, которая чревата ускорением инфляции дальнейшим снижением экономической активности.

Повышение прогноза среднегодовой цены Urals на 2012 г. ввиду роста спроса и мягкой денежно-кредитной политики. Мы повысили прогноз среднегодовой цены Urals в 2012 г. почти на 10% – с 98,5 долл./барр. до 108 долл./барр. Ожидавшееся нами в 1 кв. 2012 г. снижение цен на нефть так и не стало реальностью ввиду проводимой большинством развитых стран мягкой денежно-кредитной политики и усиления оптимизма во всем мире после публикации в начале года благоприятных макроэкономических данных по Европе и США. Однако уже в апреле–мае известия об ухудшении макроэкономической ситуации в Европе нанесли сокрушительный удар по рынкам, так что снижение цен на нефть, по нашему мнению, оказалось лишь отложенным. Котировки нефти Urals уже отступили с высоты 125 долл./барр., взятой в марте 2012 г., и мы думаем, что им предстоит дальнейшее снижение – со средней цены 117 долл./барр. за 1 кв. до 108 долл./барр. по итогам 2012 г. Мы исходим при этом из нашего прогноза, согласно которому мировая экономическая активность достигнет минимума в 3 кв. 2012 г., и оставляем наш прогноз цены нефти на 2013 г. практически без изменений на уровне 108 долл./барр., что совпадает с прогнозом среднегодовой цены на 2012 г. Консенсус-прогноз Bloomberg на 2012–13 годы превышает нашу оценку на 10% и 4% соответственно.

Долгосрочный прогноз цен на нефть: умеренный рост в номинальном выражении. Прогноз цен Urals на 2014–2017 гг. изменен не более чем на 2% по сравнению с прежним сценарием, но повышен на 3–5% по отношению к предыдущему прогнозу на 2018–2020 г. Как и прежде, мы ожидаем в долгосрочной перспективе относительной стабильности цен на Urals, при которой темпы их роста будут лишь умеренными. С 2017 г. рост цены Urals составит 3%, что несколько превышает наш долгосрочный прогноз инфляции в США (2%). Насколько мы можем судить, наш прогноз цен на нефть превышает долгосрочный консенсус по 2014 г. на 3%, а по 2015 г. – на 4%. Наша оценка на 2014–2015 гг. выглядит довольно оптимистической относительно цен форвардных контрактов, поскольку предполагает 25–28-процентную премию, что отражает значительное расхождение между бэкуордированной форвардной кривой и прогнозами аналитиков.

Отток капитала вызван европейскими проблемами. Отток капитала стал резко нарастать прошлой осенью, что обусловлено обострением европейских проблем и в меньшей степени – внутренними политическими рисками. По данным ЦБ, за 4 мес. 2012 г. отток капитала из России достиг 42 млрд долл. С сентября 2011 г. величина чистого оттока капитала остается постоянной на уровне 8–12 млрд долл. в месяц. Ввиду значительного оттока капитала в начале года мы ожидаем, что по итогам года показатель составит 60–80 млрд долл. против 20–40 долл. согласно прежней версии прогноза. Европейские проблемы усиливают беспокойство инвесторов по поводу перспектив российской экономики, поскольку многие по-прежнему рассматривают российский рынок исключительно как производную от цен сырья и воспринимают увеличение рисков цен сырьевых товаров как повышение российских страновых рисков. Внутренние же политические риски, возникшие после декабрьских выборов в Госдуму, пока остаются ограниченными, поскольку население в большинстве своем поддерживает вступившего в должность президента Владимира Путина, а также его экономический и политический курс. Однако было бы ошибкой считать, что протестные настроения ослабевают: поскольку многие из обещанных реформ (как политических, так и экономических) не будут до конца реализованы, мы ожидаем с начала будущего года плавного нарастания протестной активности. И все же с конца 2012 г. отток капитала, на наш взгляд, начнет уменьшаться в ответ на постепенное улучшение ситуации в мировой экономике.

Рост в долгосрочной перспективе будет вялым за счет длительного осуществления мер бюджетной экономии. Мы придерживаемся прежней точки зрения о том, что европейские проблемы едва ли перерастут в полномасштабный мировой кризис. Хотя фундаментальное разрешение европейского долгового кризиса потребует времени, у Европы достаточно ресурсов для стабилизации государственных финансов в проблемных странах. По нашему мнению, сейчас ситуация больше зависит от того, достанет ли у правительств ряда проблемных стран политической воли к осуществлению реформ, необходимых, но болезненных для населения. При этом бюджетная экономия требует значительного сокращения госрасходов, что чревато рецессией в обремененных долгом странах. Экономическая нестабильность в проблемных

странах отрицательно сказывается на всем регионе: последние значения индекса PMI позволяют предположить, что Европа уже находится в состоянии рецессии. Итоги выборов в Греции и неспособность основных партий сформировать жизнеспособную парламентскую коалицию свидетельствует о несогласии населения стран, испытывающих самые острые проблемы, с мерами бюджетной экономии. Однако, учитывая небольшой размер греческой экономики, даже дефолт страны по своим долговым обязательствам и ее выход из еврозоны (что представляется теперь вполне вероятным) не окажется фатальным для европейской экономики – при условии, что другие проблемные страны не оставят усилий по стабилизации государственных финансов. В долгосрочной перспективе мы ожидаем многих лет бюджетной экономии, высоких налогов, низких социальных расходов и, как следствие, вялого экономического роста. То же самое в значительной мере относится к США. Хотя американская экономика в настоящее время находится в существенно лучшей форме, чем большинство европейских, страна живет в условиях огромного бюджетного дефицита, что в среднесрочной перспективе неизбежно вынудит правительство к проведению более жесткой бюджетной политики. В связи с этим мы придерживаемся консервативного прогноза по долгосрочному росту мировой экономики и полагаем, что в ближайшее десятилетие его темпы составят около 2,5% в год.

ВЫИГРЫШ ОТ ДОРОГОЙ НЕФТИ, ПОТЕРИ ОТ МАСШТАБНОГО ОТТОКА КАПИТАЛА

Инструментарий прогнозирования: функции импульсной отдачи. Поскольку шоки от цен на нефть и оттока капитала при всей их масштабности в значительной степени уравнивают друг друга, новая редакция нашего макроэкономического прогноза во многом является «точной настройкой» его прежней версии, опубликованной в ноябре 2011 г. (см. наш обзор «У ней особенная статья» от 24 ноября 2011 г. Вклад различных факторов в экономическую динамику был оценен нами при помощи математических методов. Мы представляем результаты численных расчетов в виде так называемых функций импульсной отдачи, описывающих динамическую реакцию основных макроэкономических индикаторов на шоки, которые испытывает экономика. Мы оценили воздействие трех наиболее существенных шоков: 1) шока от роста реальных цен на Urals на 1%, 2) шока от притока капитала в размере 10 млрд долл. и 3) шока от роста мирового ВВП на 1%. Для удобства интерпретации результатов и построения прогнозов мы предположили, что каждый шок воздействует на экономику в течение одного года (базовый период нашей модели – один квартал, так что длительность воздействия шоков равнялась четырем периодам). Мы пришли к выводу, что шоки от роста мировой экономики в целом существенно больше влияют на российскую экономику, чем шоки от динамики цен на нефть и оттока капитала. Однако, поскольку мы внесли минимальные коррективы в свой прогноз роста мировой экономики, результирующее влияние шоков от роста мирового ВВП на наш макроэкономический прогноз оказалось в целом незначительным.

**Прогноз экономического роста изменен незначительно –
рост цен на нефть и усиление оттока капитала уравнивают друг друга**

Рост мировой экономики значительно более важен, чем повышение цен на нефть. По нашим расчетам, цены на нефть в достаточно ограниченной степени влияют на экономику: эффект годового шока от роста реальной цены на нефть на 1% длится приблизительно три года и ведет к ускорению реального роста ВВП на 0,05 п.п. в первый год, на 0,03 п.п. – во второй и на 0,01 п.п. – в третий. С другой стороны, отток капитала в размере 10 млрд долл. замедляет рост ВВП на 0,10 п.п. в первый год, на 0,16 п.п. – во второй, на 0,07 п.п. – в третий, на 0,03 п.п. – в четвертый и на 0,01 п.п. – в пятый. Негативное воздействие оттока капитала длится существенно дольше, поскольку отток капитала из страны влечет за собой сокращение объема инвестиций в основной капитал, что, в свою очередь, ведет к более устойчивому падению производства. Годичный положительный шок от роста мировой экономики на 1% воздействует на российскую экономику значительно более серьезно, чем шок от роста цены на нефть: в ответ на рост мировой экономики на 1% российский ВВП растет на 1,2 п.п. в первый год. Однако влияние роста мировой экономики на российский ВВП сходит на нет немедленно после шока: во второй год оцененный эффект равен лишь 0,01 п.п.

Расчет темпов роста российской экономики: прогноз роста ВВП по итогам 2012 г. повышен на 0,4 п.п. Мы повысили прогноз цены нефти приблизительно на 10% по сравнению с предыдущей оценкой, прогноз оттока капитала – на 40 млрд долл., прогноз роста мировой экономики – на 0,3 п.п. Расчет темпов роста российской экономики по итогам 2012 г. выглядит следующим образом: плюс 0,5 п.п. за счет более высоких цен на нефть, минус 0,4 п.п. в результате усиления оттока капитала и плюс 0,3 п.п. благодаря более высоким темпам роста мировой экономики. В итоге наш прежний прогноз роста ВВП, равный 2,8%, был повышен на 0,4 п.п. Расчет темпов роста российского ВВП начиная с 2013 г. представляет собой более сложную задачу, поскольку, помимо текущих шоков от изменения цен на нефть, показателей оттока капитала и темпов роста мировой экономики, необходимо также учитывать все эффекты от шоков прошлых периодов. Однако, поскольку мы не ожидаем серьезных изменений нашего долгосрочного прогноза по ценам на нефть, величине оттока капитала и темпам роста мировой экономики, изменения нашего долгосрочного прогноза по российской экономике носят в основном косметический характер: мы придерживаемся нашей прежней точки зрения, что в отсутствие ко-

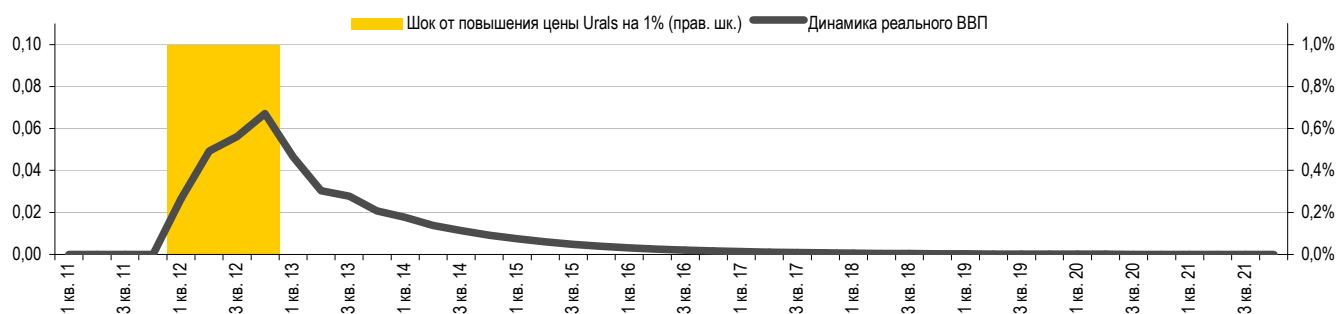
ренных институциональных преобразований (за которыми могут последовать существенный приток капитала и инвестиционный бум), российская экономика продолжит расти примерно на 3% в год.

Интерпретация функций импульсной отдачи: применять с осторожностью. Подчеркнем, тем не менее, что цены на нефть, потоки капитала и рост мировой экономики не следует считать независимыми друг от друга величинами: во многом их динамика подчинена одним и тем же факторам, хотя уровень корреляции (например, оцениваемой при помощи простых коэффициентов корреляции) этих индикаторов нельзя назвать чрезвычайно высоким. Как хорошо известно из теории, такая корреляция может приводить к смещенным оценкам коэффициентов в нашей модели. Смещенные оценки коэффициентов, в свою очередь, могут привести к смещению построенных функций импульсной отдачи. Из этого следует, что при построении прогнозов крайне необходимо сосредоточиться на сценариях, рассматривающих совокупность внешних условий и включающих альтернативные временные траектории различных экзогенных индикаторов, включая цены на сырьевые товары, потоки капитала и темпы роста мировой экономики. Учитывая высокий уровень неопределенности, наблюдавшийся прошлой осенью, мы рассчитали консервативный прогноз для России с применением альтернативных сценариев, при которых цена Urals снижается до 60 долл./барр., а рост мировой экономики по итогам 2012 г. замедляется до 1%. В рамках этого сценария российская экономика скатывается в мягкую рецессию (падение ВВП на 0,3%) (см. наш обзор «У ней особенная стать» от 24 ноября 2011 г.). Хотя мы считаем, что вероятность развития событий по столь радикальному сценарию сейчас значительно ниже, чем шесть месяцев назад, полномасштабный европейский кризис обернулся бы для российской экономики серьезными потерями.

Замедление роста промышленного производства в связи с европейскими проблемами. За отскоком на волне общемирового оптимизма в начале года (рост на 6,5% год к году по итогам февраля) рост промышленного производства замедлился до 2% год к году в марте. Замедление роста было отмечено во всех секторах промышленности: в обрабатывающем показатель снизился до 2,4% год к году, в добывающем – до 0,8%, в секторе производства и распределения электроэнергии, газа и воды объем производства упал на 6,8% месяц к месяцу, а рост относительно уровня годичной давности замедлился до 1,3%. Низкие темпы промышленного роста в марте были обусловлены несколькими факторами, часть которых, безусловно, носит временный характер. К последним относятся так называемый календарный фактор (в марте 2012 г. было меньше рабочих дней, чем годом ранее), существенное укрепление рубля в феврале и относительно теплая погода в марте, в результате чего замедлился рост производства тепло- и электроэнергии. Однако значительный урон промышленности несет и от торможения европейской экономики, которое подстегивает бегство капитала, ведет к снижению спроса на российские экспортные товары, а также усиливает неопределенность относительно перспектив экономического роста.

Дорогая нефть не слишком способствует росту реальной экономики

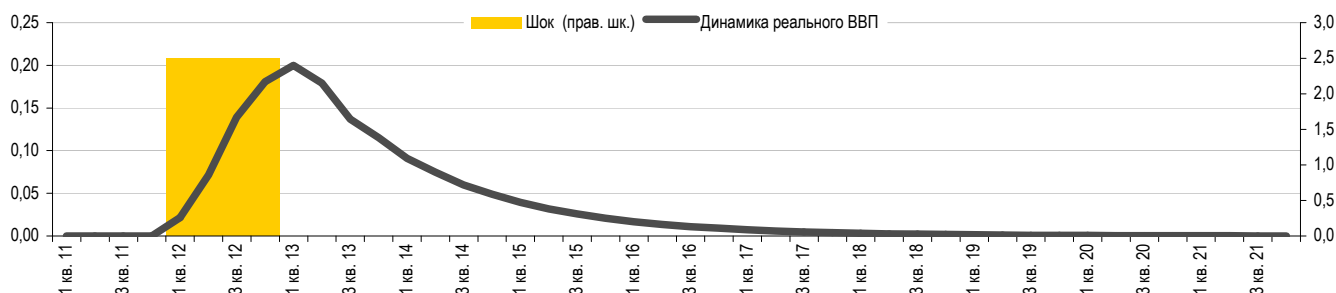
Реакция реального ВВП на шок от роста реальной цены Urals на 1%, п.п.



Источники: оценка УРАЛСИБа

10-миллиардный приток капитала повышает темпы роста экономики на 0,1 п.п.

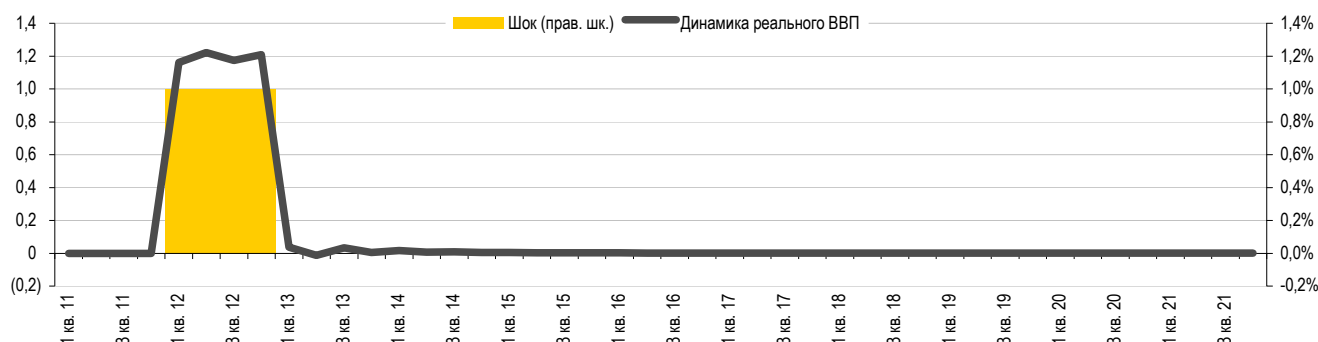
Реакция реального ВВП на шок от притока капитала в размере 10 млрд долл., п.п.



Источники: оценка УРАЛСИБа

Темпы роста мировой экономики существенно важнее, чем цены на нефть

Реакция реального ВВП на шок от 1-процентного роста мировой экономики, п.п.



Источники: оценка УРАЛСИБа

Бегство капитала и повышение цен на нефть оказывают давление на промышленность. Наши расчеты свидетельствуют о чувствительности промышленного производства к движению капитала. Отток капитала в размере 10 млрд долл. ведет к замедлению промышленного роста на 0,21 п.п. в первый год и на 0,14 п.п. во второй. С другой стороны, шоки от изменения цен на нефть неоднозначно воздействуют на промышленное производство: положительный шок от роста цены на 10% в первый год ускоряет рост промышленного производства на 0,23 п.п., но во второй год производство падает на 0,29 п.п. Поскольку отрицательная реакция на ценовой шок во второй год сильнее, чем положительная в первый, эффект от перманентного (а не годичного, как в нашей модели) ценового шока от роста цен на нефть, безусловно, отрицательный. По нашим расчетам, перманентное повышение реальной цены нефти на 10% ведет к замедлению долгосрочного роста промышленного производства примерно на 0,08 п.п., из чего следует, что российская экономика действительно страдает «голландской болезнью». Реакция промышленного производства на шок от 1-процентного роста мировой экономики также носит разнонаправленный характер: минус 0,38 п.п. в первый год и плюс 1,26 п.п. во второй. Иными словами, вначале ускорение роста мировой экономики оказывает давление на промышленное производство в России, поскольку нарастает конкуренция со стороны импорта. Однако затем промышленность преодолевает нисходящую тенденцию за счет повышения своей конкурентоспособности и роста совокупного спроса.

Мы повысили прогноз промышленного роста по итогам 2012 г. в связи с бурным ростом кредитования. При оценке темпов роста промышленного производства по итогам 2012 г. при помощи вышеописанной методики были получены следующие результаты: усиление оттока капитала на 40 млрд долл. замедляет рост промпроизводства на 0,8 п.п., повышение темпов роста мировой экономики дает еще минус 0,1 п.п., а повышение цен на нефть ускоряет рост на 0,2 п.п. (обратите внимание на то, что долгосрочный эффект от повышения цен на нефть отрицательный). Тем не менее мы повышаем прогноз роста промышленного производства по итогам 2012 г. на 0,4 п.п. с учетом интенсивного роста кредитования (в апреле объем кредитов юридическим лицам увеличился на 24,9% год к году), что будет способствовать росту промышленного производства. Пока что интенсивный отток капитала не привел к обвальному сжатию ликвидности и снижению кредитной активности (не в последнюю очередь благодаря усилиям ЦБ по предоставлению ликвидности банковской системе, что позволяет нам с чуть большим оптимизмом взглянуть на экономические перспективы страны). Однако к концу года рост корпоративного кредитования, по нашей оценке, замедлится до 15%, в связи с чем мы пересмотрели среднесрочный прогноз роста промышленного производства в сторону снижения.

За резким ростом, вызванным повышением спроса, следует еще более сильный спад

Реакция промпроизводства на шок от 1-процентного роста реальной цены Urals, п.п.



Источники: оценка УРАЛСИБа

Промышленность более чувствительна к притоку капитала, чем реальный ВВП

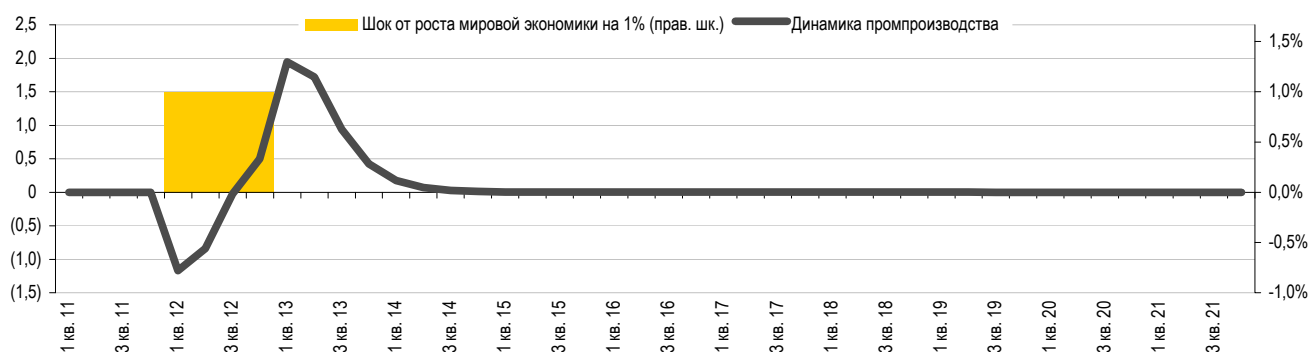
Реакция промпроизводства на шок от притока капитала в размере 10 млрд долл., п.п.



Источники: оценка УРАЛСИБа

Усиление конкуренции способствует долгосрочному росту

Реакция промпроизводства на шок от 1-процентного роста мировой экономики, п.п.



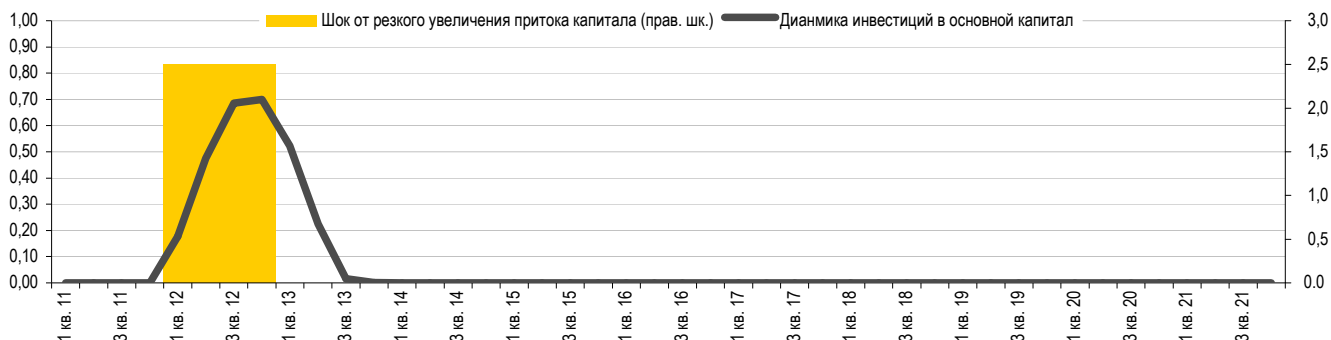
Источники: оценка УРАЛСИБа

Резкое сокращение инвестиций в основной капитал в связи с усилением оттока капитала

Предыдущий прогноз роста инвестиций снижен почти на 2 п.п. Мы понизили прогноз роста инвестиций в основной капитал по итогам 2012 г. до 6,3%: по нашей оценке, отток капитала в размере 10 млрд долл. ведет к замедлению роста инвестиций на 0,51 п.п. (что эквивалентно 1,87 млрд долл.) в первый год и на 0,19% п.п. во второй. За существенным ускорением роста инвестиций в основной капитал в конце 2011 г. – начале 2012 г. последовало его замедление до 4,9% год к году в марте. С одной стороны, инвестиционную активность поддерживает снижение ставки страховых взносов в 1 п/г 2011 г., с другой, остающийся интенсивным отток капитала (по итогам 4 мес. 2011 г. он достиг 42 млрд долл.), ведет к сокращению инвестиций. Хотя во 2 кв. 2012 г. инвестиции в основной капитал могут расти неплохими темпами, мы ожидаем замедления роста во 2 п/г 2012 г. после намеченной на июль индексации регулируемых тарифов. Вопреки распространенному мнению, при помощи банковских кредитов в России финансируется лишь незначительная доля инвестиций – не более 7–8%, так что динамичный рост кредитования не станет важной движущей силой инвестиционной активности. Следует подчеркнуть, что существенной причиной сокращения инвестиций выступает отток капитала, порождаемый европейскими проблемами, которые едва ли будут преодолены в среднесрочной перспективе. С другой стороны, по нашим ожиданиям, в конце 2012 г. отток капитала начнет постепенно уменьшаться, что позволяет нам умеренно повысить среднесрочный прогноз роста инвестиций.

Инвестиции наиболее чувствительны к притоку капитала

Реакция инвестиций в основной капитал на шок от притока капитала в размере 10 млрд долл., п.п.



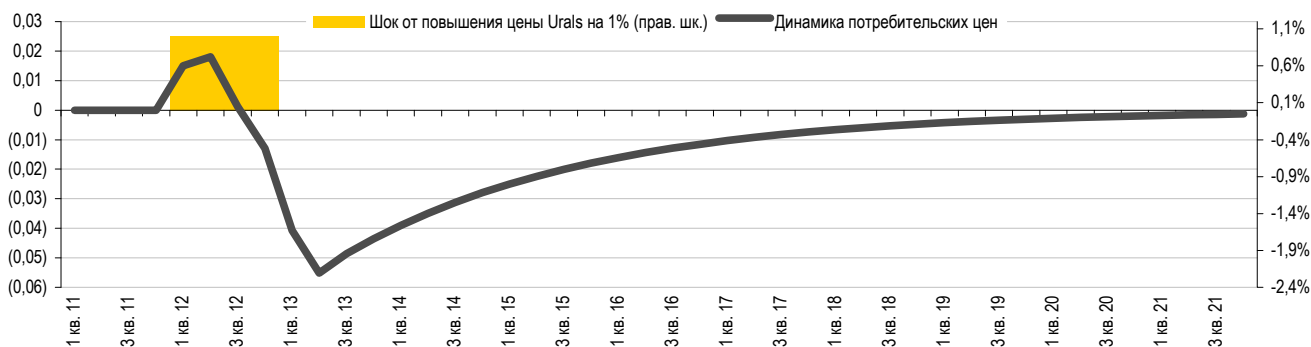
Источники: оценка УРАЛСИБа

Укрепление рубля и замедление инфляции в связи с повышением цен на нефть

Рост цен на нефть способствует укреплению рубля и замедлению инфляции. С начала года на рубль особенно сильно воздействуют два разнонаправленных фактора: высокие цены на нефть толкают курс национальной валюты вверх, а масштабный отток капитала – вниз. Рубль существенно укрепился в феврале (на 5,3% к доллару) на волне общемирового оптимизма и роста цен на нефть. За этим последовало снижение обменного курса, поскольку обострение проблем в Европе вызвало опасения по поводу перспектив мировой экономики. Однако в 2012 г. высокие цены на нефть окажут рублю умеренную поддержку даже при интенсивном оттоке капитала. По нашим расчетам, шок от изменения реальной цены нефти на 1% приводит к реальному укреплению рубля на 0,13%, а отток капитала в размере 10 млрд долл. вызывает ослабление рубля на 0,22% в реальном выражении. Суперпозиция двух противоположно направленных эффектов (рост цены Urals с 98,5 долл./барр. до 108 долл./барр. и ожидающееся увеличение оттока капитала на 40 млрд долл.) ведет к умеренному укреплению рубля (приблизительно на 0,5% в 2012 г.), что дает нам основания повысить прогноз среднегодового валютного курса до 29,5 руб./долл.

Центробанк ужесточает денежную политику в ответ на рост нефтяных цен

Реакция индекса потребительских цен на шок от 1-процентного роста реальной цены Urals, п.п.



Источники: оценка УРАЛСИБа

Потребительская инфляция резко ускорится во 2 п/г 2012 г. Как мы и ожидали, инфляция резко снизилась в начале нынешнего года благодаря замедлению роста цен на продовольствие, обусловленному хорошим урожаем 2011 г., существенному сокращению покупок валюты Центробанком, и, главное, переносом индексации регулируемых тарифов на июль 2012 г. Результатом этого стали рекордно низкие темпы прироста ИПЦ, достигнутые в апреле, – 3,6% год к году. Однако все эти факторы уже практически перестали действовать: хотя цены на продовольствие все еще несколько повышаются, ЦБ возобновил интервенции на валютном рынке (за 4 мес. 2012 г. было куплено более 10 млрд долл.) после резкого укрепления рубля в феврале. Регулируемые тарифы будут, как обычно, повышены на 6–15%, что добавит к июльской инфляции 1,2–1,5 п.п. Это означает, что текущие низкие уровни инфляции долго не продержатся и следует ожидать резкого ускорения роста цен во 2 п/г 2012 г.

Понижаем прогноз инфляции по итогам 2012 г. ввиду активизации действий ЦБ. В то же время высокие цены на нефть, по нашему мнению, вынуждают ЦБ ужесточать денежно-кредитную политику, чтобы предотвратить значительное

ускорение инфляции. Закупки валюты Центробанком, направленные, прежде всего, на предотвращение избыточного укрепления рубля, обычно сопровождаются поддержкой более высоких уровней основных процентных ставок и оперативными действиями по управлению ликвидностью. Благодаря усилиям ЦБ шок от реального повышения цены нефти на 1% ведет к росту инфляции лишь на 0,05 п.п. в первый год и снижению ИПЦ на 0,47 п.п. во второй. Следует подчеркнуть, что ЦБ активно борется с инфляцией в течение длительного промежутка времени: хотя со временем активность регулятора снижается, ее можно отследить по статистическим данным в течение 10 лет после шока от роста цены на нефть. Учитывая повышение нашего прогноза цен Urals в 2012 г. мы ожидаем активизации действий со стороны ЦБ и, как следствие, понижаем прогноз роста ИПЦ по итогам 2012 г. на 0,5 п.п. до 6,7%. В то же время повышение цен на нефть приведет к ускорению роста цен производителей, в связи с чем мы повышаем оценку роста ИЦП до 9% с 4,9% согласно прежней версии прогноза.

Рост реальных доходов населения остается вялым ввиду высоких налогов и усиления оттока капитала

Снижение ставок страховых взносов не привело к существенному росту реальных доходов.

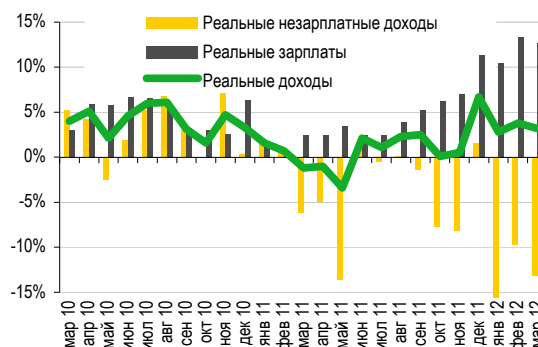
Темпы роста реальных доходов оставались низкими на протяжении большей части 2011 г., и по итогам года располагаемые доходы населения увеличились лишь на 0,8%. Вопреки ожиданиям, снижение ставки страховых взносов в январе 2012 г. не привело к значительному увеличению реальных доходов. Они по-прежнему растут низкими темпами: по итогам 1 кв. 2012 г. рост составил 2,6% год к году, несмотря на резкое замедление потребительской инфляции. При этом реальная зарплата возросла за тот же период на 11,7% год к году, что ясно указывает на значительное снижение доходов от предпринимательства. Декомпозиция реальных доходов на зарплатную и незарплатную составляющие свидетельствует о том, что в марте 2012 г. реальные незарплатные доходы снизились на 13,2% год к году и показывали отрицательную динамику на протяжении большей части прошлого года. Поскольку реальный рост пенсий в 2011 г. был положительным (хотя и крайне незначительным – лишь 1,2%), мы должны сделать вывод о том, что снижения ставки страховых взносов с 34% до 30% оказалось недостаточно для сколько-нибудь заметного увеличения доходов от предпринимательства, в связи с чем необходимо дальнейшее снижение налогового бремени на бизнес.

Рост доходов от предпринимательства остается медленным ввиду значительного оттока капитала.

Наши расчеты позволяют сделать вывод, что вялая динамика реальных доходов населения в 2011–2012 гг. связана также с интенсивным оттоком капитала. Отток капитала в размере 10 млрд долл. вызывает замедление роста реальных доходов на 0,28 п.п. в первые два года, на 0,19 п.п. – в третий год и на 0,13 п.п. – в четвертый. Учитывая динамичный рост реальных зарплат, мы полагаем, что одна из основных причин (помимо тяжелого налогового бремени) сокращения доходов от предпринимательства – отток капитала. С учетом прогнозируемого нами дополнительного оттока капитала в размере 40 млрд долл. мы понижаем оценку роста реальных доходов по итогам 2012 г. с 4,7% до 4%, что значительно ниже официального прогноза, равного 5%. Подчеркнем, что пока низкие темпы увеличения реальных доходов не привели к замедлению роста розничного торгового оборота, который остается динамичным (в 2012 г. мы ожидаем его повышения на 6,5%) за счет быстрого увеличения объемов потребительского кредитования (42% год к году по итогам апреля) и сокращения сбережений. Однако, поскольку по итогам 2012 г. мы ожидаем замедления роста потребительского кредитования до 20%, масштабное бегство капитала чревато замедлением роста розничного оборота в среднесрочной перспективе.

С 2011 г. продолжается снижение незарплатных доходов

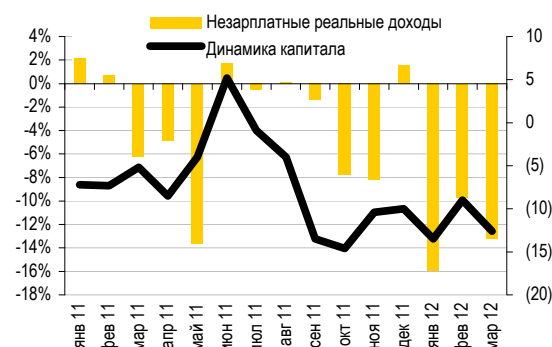
Динамика реальных незарплатных доходов, реальных зарплат и реальных доходов, год к году, %



Источники: Росстат, оценка УРАЛСИБа

Незарплатные доходы падают из-за высоких налогов и бегства капитала

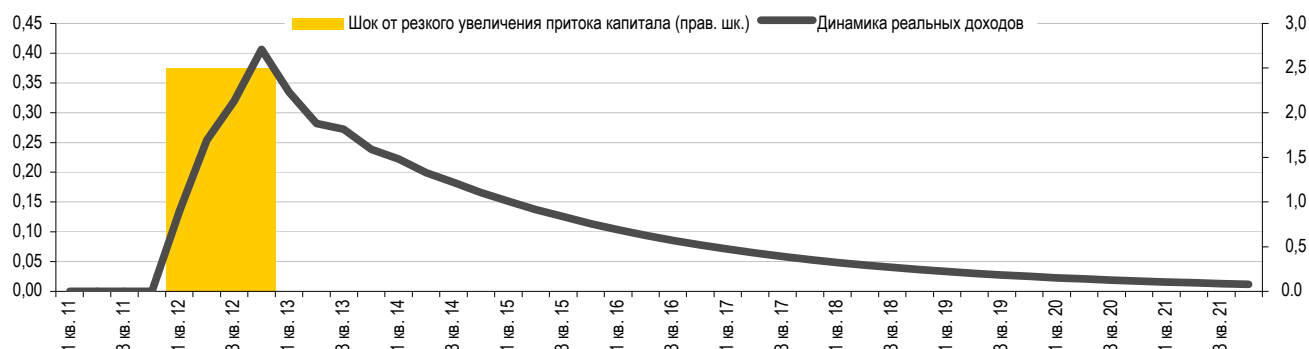
Незарплатные доходы, изм. за год в % (лев. шка.) и отток капитала, млрд долл. (прав. шка.)



Источники: Росстат, ЦБ, оценка УРАЛСИБа

Рост реальных доходов остается вялым вследствие масштабного оттока капитала

Реакция реальных располагаемых доходов на шок от притока капитала в размере 10 млрд долл., п.п.



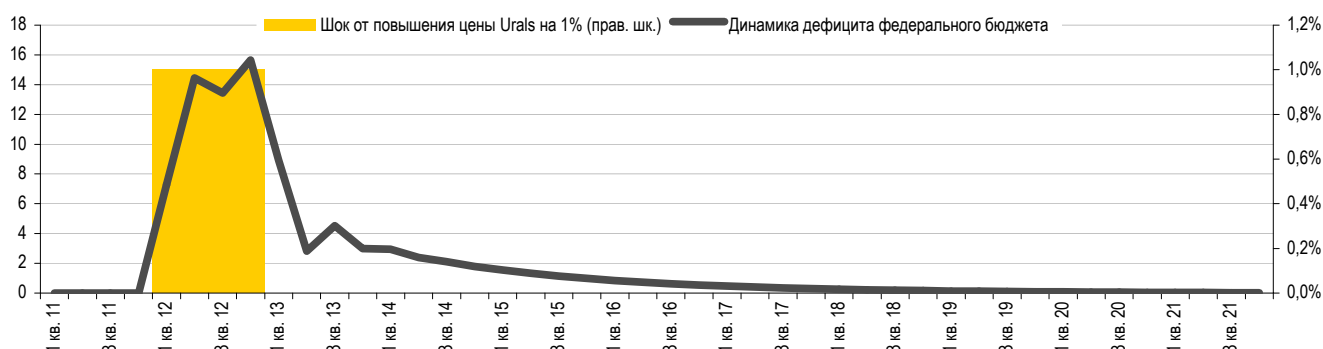
Источники: оценка УРАЛСИБа

За незначительным бюджетным дефицитом по итогам 2012 г. в дальнейшем последует его увеличение

Высокие цены на нефть позволяют значительно сократить бюджетный дефицит... Недавно Министерство экономического развития повысило официальный прогноз цены Urals со 100 долл./барр. до 115 долл./барр. и снизило прогноз дефицита федерального бюджета с 1,5% до лишь 0,5% ВВП. Однако федеральный бюджет начал год с дефицита в размере 200 млрд руб. (по итогам 2 мес. 2012 г.), который сократился до 60,3 млрд руб., или 0,3% ВВП, по итогам 4 мес. 2012 г. Дефицит был вызван более равномерным (по сравнению с прошлым годом) распределением расходов, объем которых за 4 мес. 2012 г. достиг 32,6% годового плана. По нашему мнению, дефицит продолжит сокращаться и к осени может превратиться в незначительный профицит. Однако сезонный всплеск расходов в ноябре–декабре сведет профицит на нет.

Повышение цены нефти на 1 долл. сокращает бюджетный дефицит на 1,7 млрд долл.

Реакция федерального бюджета на шок от роста реальной цены Urals на 1%, млрд руб. (в ценах 2011 г.)



Источники: оценка УРАЛСИБа

...который мы оцениваем лишь в 0,4% ВВП. По нашей оценке, реальное повышение цены нефти на 1% позволяет сократить бюджетный дефицит на 50,8 млрд руб. (1,7 млрд долл.) в ценах 2011 г., поскольку в ответ на 1-процентный положительный шок от цен на нефть бюджетные доходы растут существенно опережающими темпами по сравнению с расходами. В частности, недавние поправки к закону о бюджете на 2012 г. предусматривают рост расходов на 89 млрд руб. Исходя из прогноза повышения цен на нефть с 98,5 млрд долл. до 108 млрд долл. федеральный бюджет получит дополнительные доходы в размере 600–700 млрд руб., что позволяет нам снизить прогноз бюджетного дефицита до 0,4% ВВП.

В долгосрочной перспективе бюджет будет сводиться с умеренным дефицитом. Что касается долгосрочной стабильности бюджета, то мы ожидаем значительного увеличения бюджетных расходов начиная с 2014 г. — в основном для финансирования возросших социальных выплат, модернизации вооруженных сил и инфраструктуры, а также инвестиций в человеческий капитал и решения иных социальных и экономических задач, намеченных в последних указах президента Владимира Путина. Хотя многие из этих целей, по нашему мнению, не будут достигнуты (и в значительной мере ввиду финансовых ограничений), попытки увеличить социальные расходы и модернизировать экономику станут причиной умеренного бюджетного дефицита (в размере 1–1,5% ВВП) в ближайшие 10–15 лет.

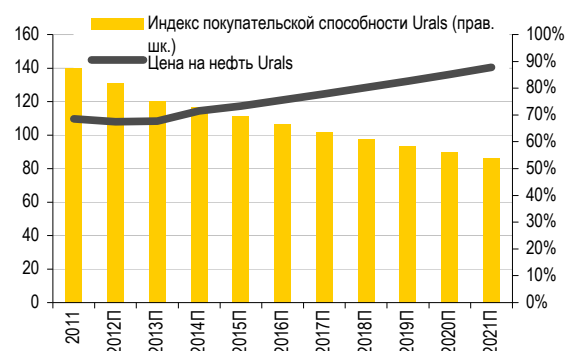
ДОЛГОСРОЧНЫЙ ПРОГНОЗ: УМЕРЕННЫЙ РОСТ

Неразвитость институтов и снижение реальной покупательной способности нефти останутся главными препятствиями для роста.

Хотя мы ожидаем постепенного сокращения оттока капитала начиная с последних месяцев 2012 г., следует подчеркнуть, что в отсутствие коренных институциональных преобразований долгосрочный рост российского ВВП будет сдерживаться низкими темпами роста мировой экономики и снижением реальной цены нефти. Реальная цена нефти отражает покупательную способность барреля нефти внутри страны и является функцией номинальной цены нефти, обменного курса рубля и уровня внутренних цен. Несмотря на более чем четырехкратный номинальный рост долларовых цен за последние десять лет, реальная цена нефти в России не обнаружила видимой тенденции к росту: покупательная способность барреля нефти в 2011 г. составила всего лишь 92,6% от уровня 2000 г. – в основном за счет почти пятикратного повышения внутренних цен (для расчета реальной цены нефти мы используем дефлятор ВВП, а не ИПЦ). Поскольку мы ожидаем номинального повышения цен на нефть на 2–3% в год – примерно одним темпом с инфляцией в США, хронически более высокая инфляция в России, которую мы в долгосрочной перспективе оцениваем в 6–7%, будет размывать реальную стоимость нефти, которая к 2021 г. снизится до 56,9% от уровня 2000 г.

В ближайшие 10 лет покупательная способность нефти сократится почти наполовину

Номинальная цена Urals, долл./барр.
и индекс покупательной способности Urals,
1 кв. 2000=100%



Источники: ЦБ, оценка УРАЛСИБа

Экономика России будет расти умеренными темпами

Долгосрочный прогноз УРАЛСИБа, изм. за год, %

	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021
ВВП	3,2	2,9	2,9	2,9	2,9	2,8	2,8	2,7	2,7	2,7
Промышленное производство	2,9	2,7	2,7	2,7	2,7	2,6	2,5	2,5	2,5	2,5
Оборот розничной торговли	6,5	6,3	6,2	6,0	5,7	5,5	5,3	5,2	5,1	5,1
Реальные доходы	4,0	4,5	4,9	5,1	4,6	4,2	4,0	3,9	3,9	3,9
Инфляция потребительских цен	6,7	6,9	6,7	6,6	6,5	6,5	6,4	6,4	6,4	6,4
Дефицит фед. бюджета, в % от ВВП	(0,4)	(1,1)	(1,3)	(1,3)	(1,4)	(1,5)	(1,2)	(1,0)	(0,7)	(0,4)
Средний курс руб./долл.	29,5	30,4	30,6	30,9	31,2	31,7	32,5	33,2	34,1	34,9
Средняя цена на нефть Urals, долл./барр.	108,0	108,3	114,4	117,4	120,9	124,6	128,4	132,3	136,3	140,4
Рост мировой экономики, %	2,3	2,5	2,5	2,5	2,5	2,5	2,5	2,5	2,5	2,5

Источники: оценка УРАЛСИБа

Аналитическое управление

Руководитель управления

Константин Чернышев, che_kb@uralsib.ru

Заместитель руководителя управления

Вячеслав Смольянинов, smolyaninovv@uralsib.ru

Дирекция анализа долговых инструментов

Руководитель Дмитрий Дудкин, dudkindi@uralsib.ru

Стратегия

Вячеслав Смольянинов, smolyaninovv@uralsib.ru
Леонид Слипченко, slipchenkola@uralsib.ru

Нефть и газ

Алексей Кокин, kokinav@uralsib.ru
Станислав Кондратьев, kondratievsd@uralsib.ru

Макроэкономика

Алексей Девятков, devyatovae@uralsib.ru
Наталья Майорова, mai_ng@uralsib.ru
Ольга Стерина, sterinaoa@uralsib.ru

Электроэнергетика

Матвей Тайц, tai_ma@uralsib.ru
Иван Рубинов, rubinoviv@uralsib.ru

Банки

Леонид Слипченко, slipchenkola@uralsib.ru
Наталья Майорова, mai_ng@uralsib.ru
Наталия Березина, berezinana@uralsib.ru

Металлургия/Горнодобывающая промышленность

Дмитрий Смолин, smolindv@uralsib.ru
Валентина Богомолова, bogomolovava@uralsib.ru

Анализ рыночных данных

Вячеслав Смольянинов, smolyaninovv@uralsib.ru
Василий Дегтярев, degtyarevm@uralsib.ru
Дмитрий Пуш, pushds@uralsib.ru
Максим Недовесов, nedovesovmv@uralsib.ru

Телекоммуникации/Медиа/ Информационные технологии

Константин Чернышев, che_kb@uralsib.ru
Константин Белов, belovka@uralsib.ru
Николай Дьячков, dyachkovna@uralsib.ru

Долговые обязательства

Дмитрий Дудкин, dudkindi@uralsib.ru
Надежда Мырсыкова, myrsikovanv@uralsib.ru
Ольга Стерина, sterinaoa@uralsib.ru
Юрий Голбан, golbanyv@uralsib.ru
Антон Табах, tabakhav@uralsib.ru
Андрей Кулаков, kulakovan@uralsib.ru
Татьяна Днепровская, dneprovskata@uralsib.ru

Минеральные удобрения/ Машиностроение/Транспорт

Денис Ворчик, vorchikdb@uralsib.ru
Артем Егоренков, egorenkovag@uralsib.ru

Потребительский сектор/Недвижимость

Тигран Оганесян, hovhannisyan@uralsib.ru
Александр Шелестович, shelestovich@uralsib.ru
Алексей Андреев, andreevae@uralsib.ru

Редакционная группа

Английский язык

Джон Уолш, walshj@uralsib.ru
Тимоти Холл, hallt@uralsib.ru
Пол Де Витт, dewittpd@uralsib.ru
Хиссам Латиф, latifh@uralsib.ru

Русский язык

Андрей Пятигорский, pyatigorskiyae@uralsib.ru
Ольга Симкина, sim_oa@uralsib.ru,
Евгений Гринкруг, grinkruges@uralsib.ru
Степан Чургов, chugrovss@uralsib.ru
Алексей Смородин, smorodinay@uralsib.ru

Дизайн

Ангелина Фриденберг, fridenbergav@uralsib.ru

Управление продаж

Москва

+7 (495) 788 0888

Лондон

+44 (0)20 7562 8012

Настоящий бюллетень предназначен исключительно для информационных целей. Ни при каких обстоятельствах он не должен использоваться или рассматриваться как оферта или предложение делать оферты. Несмотря на то что данный материал был подготовлен с максимальной тщательностью, УРАЛСИБ не дает никаких прямых или косвенных заверений или гарантий в отношении достоверности и полноты включенной в бюллетень информации. Ни УРАЛСИБ, ни агенты компании или аффилированные лица не несут никакой ответственности за любые прямые или косвенные убытки от использования настоящего бюллетеня или содержащейся в нем информации. Все права на бюллетень принадлежат ООО «УРАЛСИБ Кэпитал», и содержащаяся в нем информация не может воспроизводиться или распространяться без предварительного письменного разрешения. © УРАЛСИБ Кэпитал 2012