

Россия – в поисках источников роста

Экономические прогнозы

Номинальный ВВП 2011 \$1849 млрд	Q212	Q312	Q412	Q113f	Q213f	Q313f	Q413f	Q114f	2010	2011	2012	2013f	2014f	2015f	2016f	2017f
Реальный ВВП (% г/г)	4.0	2.9	2.2	2.0	2.8	3.2	3.5	4.0	4.3	4.3	3.4	2.9	3.9	4.0	3.7	3.7
Потребительские расходы	6.6	6.0	4.7	3.7	3.9	4.4	4.5	4.8	5.2	6.8	6.1	4.1	4.7	4.4	4.2	4.3
Государственные расходы	0.0	-0.4	0.8	1.2	1.3	1.3	1.3	1.3	-1.4	1.5	0.0	1.3	1.3	1.3	1.3	1.0
Инвестиции	7.9	7.1	2.5	1.5	3.9	6.2	8.9	10.1	5.8	8.0	6.5	6.0	9.0	7.4	7.2	6.8
Экспорт	-1.4	2.1	2.0	1.1	3.2	2.5	2.7	2.4	7.0	0.4	1.8	2.4	2.8	3.6	2.8	2.5
Импорт	2.9	9.6	5.0	4.1	5.7	6.9	9.5	7.8	25.8	20.3	6.8	6.8	7.8	7.3	6.1	5.3
Номинальный ВВП (% г/г)	11.8	10.7	9.4	6.1	8.0	9.6	9.3	9.9	16.4	20.9	11.6	8.3	9.5	9.3	8.8	8.5
Потребительская инфляция (% г/г)	3.8	6.0	6.5	7.2	7.0	5.8	5.5	5.4	6.8	8.4	5.1	6.4	5.4	5.1	4.7	4.4
Базовая инфляция** (% г/г)	5.3	5.3	5.1	5.0	4.6	4.1	3.9	4.2	5.2	5.7	5.3	4.4	4.4	4.2	3.9	3.6
Уровень безработицы (% , sa)	5.7	5.6	5.4	5.5	5.5	5.5	5.5	5.5	7.5	6.6	5.7	5.5	5.4	5.2	5.0	4.8
Занятость (% г/г)	-0.1	0.6	0.7	0.9	0.2	0.2	-0.1	-0.2	0.6	1.3	0.9	0.3	-0.1	-0.1	-0.1	-0.1
Заработная плата (% г/г)	15.5	12.7	12.4	12.5	10.4	10.3	10.2	10.0	11.9	13.0	13.7	10.8	9.8	9.1	8.8	8.8
Фискальный импульс*** (% нефтегазового ВВП)									0.7	2.1	-2.0	0.5	0.7	0.8	0.5	0.2
Разрыв выпуска (% ВВП)									-2.5	-1.2	0.1	-0.6	-0.3	0.0	0.1	0.0
Прибыль корпораций до уплаты налогов (% г/г)									42.8	14.5	8.5	7.2	9.6	8.2	8.6	8.0
Текущий счет (% ВВП)									4.8	5.3	4.1	2.7	1.1	0.2	-0.7	-1.3
Сальдо консолидированного бюджета (% ВВП)									-4.1	1.6	0.4	-0.1	0.0	0.1	0.3	0.2
Задолженность федерального правительства (% ВВП)									8.7	9.6	10.2	11.4	12.3	12.7	13.0	13.0
Минимальная ставка ЦБР по аукционам репо, овернайт	5.25	5.50	5.50	5.50	5.50	5.00	5.00	5.00	5.00	5.25	5.50	5.00	5.00	4.75	4.50	4.25

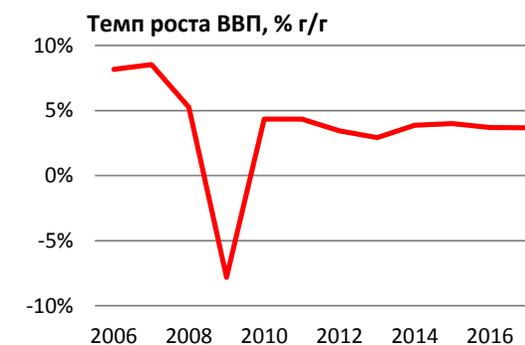
Источник: Росстат, Росбанк. * Вклад в ВВП **ИПЦ без учета продуктов питания, бензина, тарифов и табака

***Фискальный импульс определяется как изменение нефтегазового первичного дефицита консолидированного бюджета, скорректированного на циклические факторы

Основные предположения — смягчение монетарной политики и изменение процентных ставок

Смягчение монетарной политики не за горами; для повышения среднесрочного потенциала необходимы структурные реформы.

В 1п'13 вследствие замедления роста потребительского кредитования, постепенной консолидации бюджета и предшествовавшего ужесточения монетарной политики экономический рост в России, скорее всего, будет сдержанным. Рано или поздно власти, скорее всего, придут к смягчению монетарной политики, поскольку устойчивое снижение инфляции открывает возможности для маневра. Среднесрочный прогноз, помимо цен на энергоносители, все больше зависит от желания и способности властей провести реформы, обеспечивающие ускорение роста.



Источники: Росстат, Росбанк

Основные изменения — пессимистичный прогноз экономического роста, снижение инфляции

Замедление роста и снижение инфляции в 2013 году. В свете затянувшегося замедления экономического роста в 4к'12-1к'13 и устойчивого влияния сдерживающих факторов мы снижаем наш прогноз роста на 2013 г. на 0.4 пп до 2.9% г/г. В ситуации сдержанного роста базовая инфляция будет находиться под контролем и во 2п'13, когда пройдет влияние слабого урожая, потребительская инфляция быстро снизится. Поэтому мы снижаем наш прогноз среднего уровня потребительской инфляции на 2013 г. до 6.4% (с прогнозировавшихся ранее 6.6%) и полагаем, что к концу года она снизится до 5.0-5.5%.

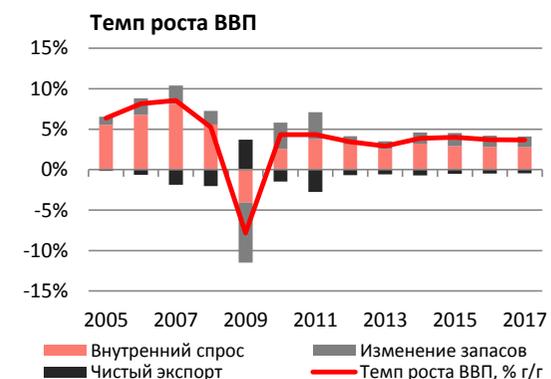
Экономический рост приближается к нижней точке цикла

Сдержанный рост в 1п'13. Во 2п'12 экономическая активность резко упала на фоне снижения внутреннего спроса. Потребительская активность — основной драйвер экономического роста в России — стала испытывать временное давление со стороны ускоряющейся инфляции (после повышения тарифов и роста цен на продукты питания), исчезновения фискальных стимулов (замедления роста доходов в государственном секторе) и замедления потребительского кредитования. Рост капиталовложений в конце прошлого года также практически остановился, так как неопределенная ситуация на глобальных рынках и ужесточение условий заимствований привели к снижению инвестиционных расходов.

Постепенное восстановление во 2п'13. Возобновление роста в краткосрочной перспективе маловероятно, так как ужесточение бюджетной политики, сокращение темпов роста объемов потребительского кредитования, слабый внешний спрос и ужесточение условий заимствования будут по-прежнему оказывать сдерживающее давление. Тем не менее, мы ожидаем ускорения роста экономической активности в 2013 году после того, как во 2-3к'13 появится возможность для маневра в монетарной политике. Учитывая высокий уровень загрузки производственных мощностей, смягчение условий кредитования и, как мы надеемся, снижение неопределенности в мировой экономике могут привести к повышению инвестиционной активности. При этом рост затрат на инфраструктурные проекты и жилищное строительство должен оказать дополнительную поддержку инвестиционной активности. Тем не менее, мы прогнозируем лишь умеренные темпы восстановления во 2п'13, поскольку бюджетная политика будет менее благоприятна для роста и рост заработных плат снизится до умеренных темпов в результате менее агрессивного повышения доходов в государственном секторе.

Инфляция: потребительская инфляция достигла пика и начнет снижаться, как и базовая инфляция

В 1к'13 потребительская инфляция достигла пика и к концу года должна начать снижение. До июня инфляция, скорее всего, останется на высоком уровне на фоне роста цен на продукты питания, повышения акцизов и низкой статистической базы, но февральский результат, видимо, знаменует собой пиковое значение. В то же время базовая инфляция (ИПЦ без учета продуктов питания, цен на энергоносители, тарифов и подакцизных товаров) демонстрирует постоянное снижение с сентября прошлого года, и последовательные темпы роста опустились ниже 4.0% (saar 3mtnva). Определенную поддержку оказал окрепший рубль, однако очевидное замедление базовой инфляции свидетельствует о снижении инфляционных ожиданий, что согласуется и с замедлением роста доходов в частном секторе. Таким образом,



Источники: Росстат, Росбанк

если в этом году не произойдет еще одного скачка цен на продукты питания, потребительская инфляция, вероятно, последует за базовым трендом и к концу года снизится до 5.0-5.5%.

Экономическая политика — ЦБР должен смягчить денежно-кредитную политику

Монетарная политика – наиболее предпочтительный политический рычаг. На фоне достаточно мрачной картины роста, рисуемой последними статистическими данными, мы считаем, что пришло время для смягчения монетарной политики, особенно учитывая, что другие рычаги (бюджетная политика и макропруденциальное регулирование) нацелены на ужесточение. В свете затянувшейся слабости экономики мы пересматриваем наш прогноз динамики ключевых процентных ставок: мы полагаем, что до конца года ставки будут снижены в целом на 50 бп (дополнительно на 25 бп к нашему прошлому прогнозу). Обеспокоенность ЦБР ростом потребительской инфляции может привести к задержке первого цикла снижения ставок до 3к'13, однако смягчение монетарной политики может все же начаться уже во 2к'13, в случае если ЦБР проведет реформу системы рефинансирования (что в эквиваленте может принести до 75 бп снижения процентных ставок).

Проверка гибкости бюджетного правила. Проект федерального бюджета на 2013-2015 гг. подготовлен на основе нового бюджетного правила и уже в 2013 г. предусматривает консолидацию расходов в размере почти 0.9% ВВП. Вместе с тем, почти вся «экономия» получена за счет сокращения трансфертов региональным бюджетам, тогда как на консолидированном уровне мероприятия бюджетной экономии сосредоточены в части повышения доходов бюджета (увеличение акцизов и НДС на газ). Ключевой риск заключается в том, что региональные бюджеты не в состоянии обеспечить расходную часть в полном объеме, так как их допущения о росте доходов чересчур оптимистичны. В ситуации сдержанного экономического роста власти вполне могут прибегнуть к обходным схемам смягчения, например, использование суверенных фондов для финансирования государственных инфраструктурных проектов. При этом возможность маневра с использованием данного рычага ограничена репутационными соображениями, связанными со строгим соблюдением бюджетного правила, и любая цифра, превышающая 300 млрд рублей (т.е. на 200 млрд больше уже обещанных Президентом Путиным 100 млрд) или 0.4% ВВП, может вызвать вопросы.

Платежный баланс: высокие цены на нефть обеспечивают стабильность, но тенденция к сокращению текущего счета сохраняется

Сокращение текущего счета выводит на первый план проблему потоков капитала. Цена на нефть останется основным фактором, поддерживающим экспорт, а умеренный рост импорта также должен ограничить сокращение профицита текущего счета в 2013 году до вполне приемлемых 2.7% ВВП. В среднесрочном плане наблюдается тенденция структурного ухудшения платежного баланса, и в случае прекращения роста цен на энергоносители текущий счет продолжит сокращаться в ближайшие годы. Экспорт нефти и газа в лучшем случае переживает застой, а возрастающий внутренний спрос неизбежно приведет к ускорению роста импорта, особенно в условиях ограниченной конкурентоспособности местных производителей и несоответствия структуры внутреннего спроса и промышленного производства.

Сокращение профицита текущего счета указывает на возрастающее значение динамики частного капитала для макроэкономической стабильности и устойчивости валюты. При этом в последние несколько лет отток капитала стал основной характерной чертой российского платежного баланса. Недавние реформы по совершенствованию инфраструктуры внутренних рынков капитала и



Источники: Росстат, Росбанк

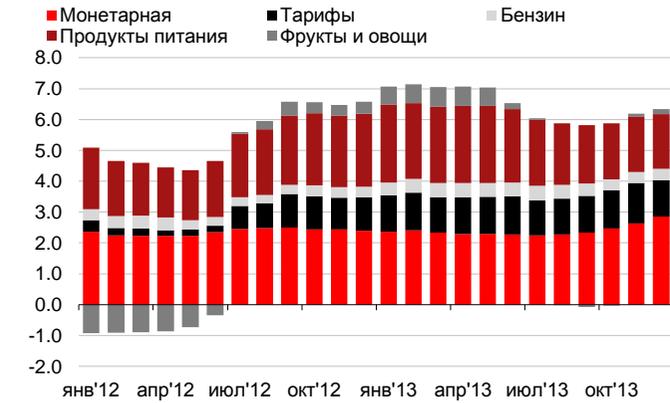
стабильные рискованные настроения на глобальных рынках должны способствовать привлечению новых портфельных инвесторов. Определенный прогресс наблюдается также в улучшении делового климата и ограничении оттока серых капиталов, но результаты этих процессов (даже в случае их надлежащей реализации) проявятся не сразу; кроме того, повышение доверия как внутренних, так и иностранных инвесторов требует проведения более радикальных и быстрых структурных реформ.

Риски — цены на сырье и внутренняя политика

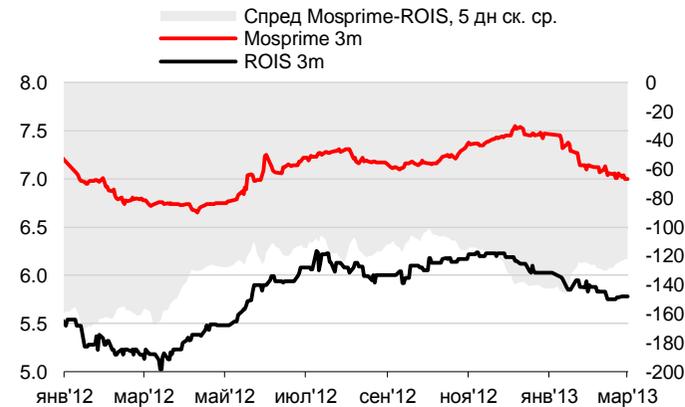
Сочетание нефтяных цен и политических факторов. В центре всего, как всегда, стоят цены на нефть, ибо их существенное падение может снизить доверие бизнеса и потребителей, вызвать вопросы по поводу устойчивости бюджета и оказать существенное давление на рубль. Любое значительное изменение на мировых рынках энергоносителей несет в себе среднесрочные риски. Во внутренней политике мы видим риски реализации мер по улучшению делового климата, так как оппозиция со стороны заинтересованных кругов может усилиться, а в краткосрочной перспективе стагнация экономической активности может вынудить правительство внести коррективы в бюджетное правило, что поставит под сомнение надежность проводимой политики.

ЦБР – Монетарная политика

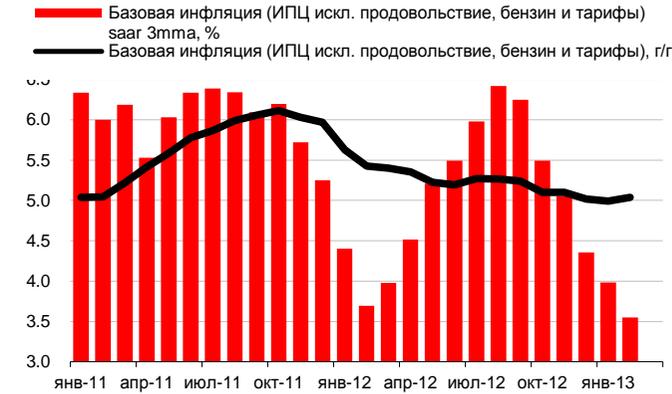
Инфляционное давление нарастает на фоне роста цен на продовольствие и тарифы



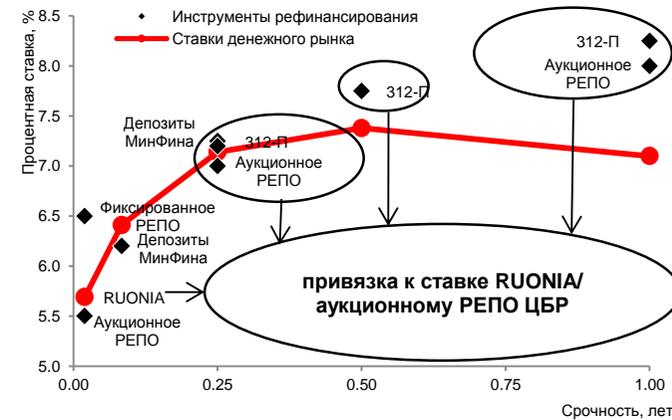
Трансмиссионный механизм нуждается в улучшении...



Однако базовая инфляция продолжает снижаться



... что должно привести к дополнительному смягчению монетарных условий



Ставка репо ЦБР	мар-13	июн-13	сен-13	дек-13	мар-14	Нейтральная
	5.50%	5.50%	5.00%	5.00%	5.00%	5.00%

Оценка

Рост	=	Замедление темпов экономического роста привело к снижению роста ВВП ниже потенциального уровня.
Инфляция	=	Потребительская инфляция временно возросла, но во 2п'13 должна снизиться.
Бюджетная политика	-	Ужесточение бюджетной политики будет сдерживать рост и инфляцию в 2013 г.
Финансовая стабильность	=	Явной уязвимости не ожидается, однако галопирующий рост потребительского кредитования может повлиять на качество кредитного портфеля.
Валюта	=	Устойчивые котировки нефти должны защитить рубль, нейтрализуя таким образом последствия для монетарной политики.

Следующее заседание Совета директоров

Риторика	Сдержанная
Ключевые ставки	Без изменений
Обязательные резервы	Без изменений

Прогноз

Риторика	Сдержанная
Ключевые ставки	-50 бп в 2013
Обязательные резервы	Без изменений

Фискальная политика

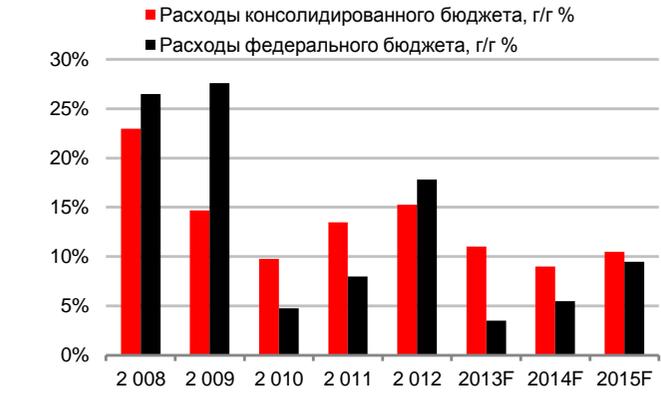
Постепенная фискальная консолидация ...



... позволит снизить уязвимость к внешним шокам



В 2013 г. региональные бюджеты должны обеспечить расходную часть



Также возможны обходные способы решения вопросов (с использованием госрезервов)



Основные тренды бюджетной политики

Дефицит конс. бюджета	2011	2012	2013f	2014f	2015f	2016f	2017p
	1.6%	0.4%	-0.1%	0.0%	0.1%	0.3%	0.2%

Прогноз

Новое бюджетное правило должно снять обеспокоенность по поводу устойчивости бюджета и обеспечить сдерживание расходов в рамках роста нефтяных доходов. В случае надлежащей реализации оно предполагает длительный период постепенной бюджетной консолидации в ближайшие годы, в результате чего к 2015 г. дефицит нефтяного бюджета должен составить приблизительно 8.0% ВВП. И хотя это значение еще далеко от 4.5- 5.0% ВВП, которые соответствуют общепринятым представлениям о сохранении нефтяного благосостояния для будущих поколений, все же это значительный шаг вперед, который должен снять опасения бюджетных «ястребов» и рейтинговых агентств.

Ключевой риск 2013 года заключается в том, что региональные бюджеты будут не в состоянии обеспечить расходную часть в полном объеме, так как их допущения о росте доходов чересчур оптимистичны. В этом случае возможны следующие варианты: (i) определенные расходы не будут осуществлены (что повлечет замедление экономического роста), (ii) увеличатся трансферты из федерального бюджета (что весьма маловероятно, ибо ставит под угрозу бюджетное правило), (iii) региональные бюджеты увеличат объем заимствований. Сочетание пунктов (i) и (iii), на наш взгляд, крайне маловероятно.

На очереди реформа пенсионной системы. Объявленные в 2012 г. меры должны сдержать увеличение разрыва в финансировании пенсионной системы в ближайшие годы, но долгосрочная устойчивость все равно остается под вопросом. Обсуждается и «скрытое» повышение пенсионного возраста, но окончательное решение еще не принято.

Рейтинг

Рейтинг	Moody's	S&P	Fitch
	Baa1	BBB	BBB
	стабильный	стабильный	стабильный

Последние публикации

Брифинг долговых рынков	Экономика	Специальные обзоры
Вторник, 19 марта (Промышленное производство в феврале, Мечел)	Промышленное производство в феврале (рус / eng)	Квартальный экономический обзор (eng)
Понедельник, 18 марта (Еврохим)	Итоги мартовского заседания ЦБР (рус)	Россия в фокусе, февраль (eng)
Пятница, 15 марта (Роснефть 7,8)	Мартовское заседание ЦБР (рус)	Норильский никель – профиль эмитента (рус / eng)
Четверг, 14 марта (Торговый баланс, недельная инфляция)	Ликвидность банковского сектора в марте (рус)	Россия в фокусе, январь (рус / eng)
Среда, 13 марта (X5 Retail Group)	Инфляция в феврале (рус / eng)	Прогноз факторов ликвидности банковского сектора в 2013 году (рус)
Вторник, 12 марта	Экономика в январе (рус / eng)	Россия в фокусе, ноябрь (рус / eng)
Понедельник, 11 марта (Новатек)	Промышленное производство в январе (рус / eng)	Квартальный экономический прогноз - Россия: в борьбе со встречными ветрами (рус / eng)
Четверг, 7 марта (Вымпелком, ТМК)	Итоги февральского заседания ЦБР (рус / eng)	Что сулит более эффективная работа трансмиссионного механизма ДКП (рус / eng)
Среда, 6 марта (Инфляция в феврале, Северсталь)	Февральское заседание ЦБР (рус)	
Вторник, 5 марта (Композитный индекс деловой активности)	Ликвидность банковского сектора (рус)	

Команда

Исследования и аналитика	Трейдинг	Продажи финансовым учреждениям	Корпоративные продажи	Инвестиционно-банковские услуги
Владимир Колычев VKolychev@mx.rosbank.ru +7 (495) 725-5637	Борис Брук BBruck@rosbank.ru +7 (495) 232-9828	Марина Петухова MPetukhova@rosbank.ru +7 (495) 725-5477	Владимир Мацко vladimir.matsko@socgen.com +7 (495) 725-57-44	Михаил Афонский MAfonsky@rosbank.ru +7 (495) 234-0974
Александр Попов, CFA APopov@mx.rosbank.ru +7 (495) 662-1300, доб. 14836	Василий Королев VKorolev@rosbank.ru +7 (495) 234-0986	Вера Шаповаленко VShapovalenko@rosbank.ru +7 (495) 725-5713	Роман Воронин roman.voronin@socgen.com +7 (495) 725-57-44	Виктория Якимова Yakimova@rosbank.ru +7 (495) 725-5494
Евгений Кошелев, CFA, FRM EKoshelev@mx.rosbank.ru +7 (495) 662-1300, доб. 14838	Александр Ройко ARoiko@rosbank.ru +7 (495) 604-7461	Павел Малявкин PMalyavkin@rosbank.ru +7 (495) 725-5713	Евгений Курочкин evgeniy.kurochkin@socgen.com +7 (495) 725-57-44	Татьяна Амброжевич TAmbrozhevitch@mx.rosbank.ru +7 (495) 956-6714
Владимир Цибанов VNTsibanov@mx.rosbank.ru +7 (495) 662-1300, доб. 14834	Михаил Петушков MAPetushkov@rosbank.ru +7 (495) 604-7461		Александра Павлова avpavlova@rosbank.ru +7 (495) 725-57-44	Юрий Новиков YSNovikov@mx.rosbank.ru +7 (495) 234-0974
Александр Сычев AASychev@mx.rosbank.ru +7 (495) 662-1300, доб. 14837	Дмитрий Зайцев DZaitsev@rosbank.ru +7 (495) 721-9557		Роман Будаев roman.budaev@socgen.com +7 (495) 725-57-44	
Алексей Думнов ADumnov@mx.rosbank.ru +7 (495) 662-1300, доб. 14835			Андрей Галкин aagalkin@rosbank.ru +7 (495) 725-57-44	

Настоящий обзор предназначен исключительно для информационных целей. Ни при каких обстоятельствах этот бюллетень не должен использоваться или рассматриваться как оферта или предложение делать оферты. Несмотря на то, что данный материал был подготовлен с максимальной тщательностью, Росбанк не дает никаких прямых или косвенных заверений или гарантий в отношении достоверности и полноты включенной в бюллетень информации. Ни Росбанк, 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 ОАО АКБ «РОСБАНК», и содержащаяся в нем информация не может воспроизводиться или распространяться без предварительного письменного разрешения. © Росбанк 2012