

10 июня 2009 г

Макроэкономика

Екатерина Леонова
Москва (+7 495) 785-9678
eleonova@alfabank.ru

Наталья Орлова
Москва (+7 495) 795-3677
Norlova@alfabank.ru

www.alfabank.ru

Почему правительству и ЦБ выгодна девальвация

Мы практически не сомневаемся, что во 2П09 ЦБ пойдет на девальвацию рубля. Наиболее вероятен рост курса до 35-41 руб/\$ при дефиците бюджета в 10-12% ВВП. Девальвация – единственный способ сократить расходы Стабфонда, профинансировать бюджетный дефицит и вернуть экономику к росту через сокращение спроса и поддержку производителей.

Минфин ожидает дефицит бюджета до 10% ВВП. Мы считаем, что цифра может быть больше – до 12% ВВП. Первоначальный бюджет был сформирован из расчета спада экономики в 2%. Сейчас оценка падения ВВП пересмотрена до 6-8%, что приведет к гораздо более заметному сокращению налоговых поступлений.

Дефицит финансируется печатным станком, что запустит инфляцию. Основной источник покрытия дефицита – средства Стабфонда, номинированные в долларах. Печатание денег вызовет инфляцию с лагом в полгода. Сдерживающий фактор – падение потребительского спроса.

Девальвация сократит расходы Стабфонда и повысит конкурентоспособность российских компаний. Так, возвращение курса рубля к верхней границе бивалютной корзины (обесценение примерно на 10%) сократит расходы Стабфонда примерно на 600-800 млрд руб. Кроме того, изъятие избыточной ликвидности затормозит инфляцию. В долгосрочном плане обесценение рубля запустит экономический рост через повышение спроса на отечественные товары. Однако это длительный процесс и может сопровождаться скачком инфляции.

Прогноз курса рубля при различных сценариях дефицита бюджета и стоимости нефти

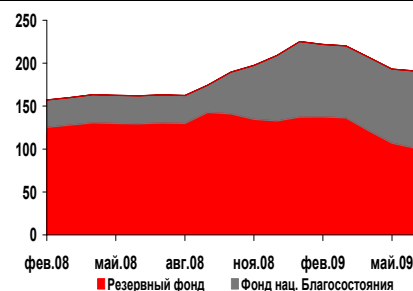
Среднегодовая цена на нефть, \$/баррель	Бюджетный дефицит, % ВВП			
	6%	8%	10%	12%
\$20/баррель	43,9	46,3	48,8	51,1
\$45/баррель	35,3	37,4	39,1	41,0
\$60/баррель	32,0	33,9	35,5	37,3
\$70/баррель	30,2	31,9	33,4	35,1

Источники: оценка Альфа-Банка

Доходы бюджета, % год-к-году

	1кв09
Налог на прибыль	-38%
Налог на доходы физ лиц	5%
ЕСН	4%
Отчисления в соц. фонды	5%
Российский НДС	251%
Внешнеторговый НДС	-13%
НДПИ	-54%
ВСЕГО ДОХОДОВ	-9%

Стабфонд, \$ млрд



Источник: Минфин, Отдел исследований Альфа-Банка

Почему правительству и ЦБ выгодна девальвация

Дефицит федерального бюджета в апреле продемонстрировал резкий рост – до 11% ВВП против 1% в 1кв09. Мы ожидаем сохранения и усиления этой тенденции. Реальные размеры бюджетного дефицита и, как следствие, меры, предпринимаемые в связи с этим монетарными органами власти, – будут напрямую зависеть от уровня нефтяных цен. Однако даже в оптимистичном сценарии доходов от нефти не хватит на компенсацию падающих налоговых поступлений. Мы считаем, что девальвация – как комплексный метод финансирования бюджетного дефицита и стимулирования экономического роста – неизбежна.

Причины формирования дефицита бюджета

Главной причиной формирования и нарастания бюджетного дефицита является тенденция к росту расходов бюджета при одновременном резком падении доходной базы. В частности, в 1кв09 расходная часть бюджета возросла на 30% при снижении доходов на те же 30%.

**Из-за более сильного
падения ВВП бюджет
недосчитался
налоговых
поступлений**

Столь резкое падение реально поступающих доходов стало неожиданным и объясняется тем, что поступление налогов в бюджет предполагало всего 2,2%-ное сжатие экономики. В реальности же падение ВВП в 1кв09 достигло 9,5%, отразив убыточность значительной части компаний обрабатывающего сектора. В результате только по налогу на прибыль бюджет не досчитался около 50 млрд руб – его поступление оказалось на 38% ниже заложенного в бюджет уровня.

**Минфин повышает
оценку дефицита до
10%; доходы
бюджета упадут на
13-25%**

Очевидно, что во 2кв09 ситуация усугубится вследствие дальнейшего падения ВВП. Нынешний официальный прогноз предполагает падение ВВП на 6-8%, - т.е. в 3-4 раза больше, чем при расчете бюджетных поступлений. Соответственно, требуется пересмотр прогноза бюджетного дефицита. Минфин предполагает, что дефицит может достичь 10% ВВП, мы же опасаемся более значительного показателя в 12% ВВП. По нашим оценкам, падение доходной части бюджета в текущем году составит 13-25%.

Дефицит покрывается печатным станком

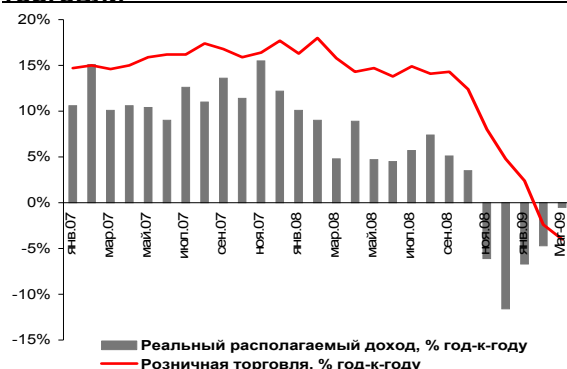
**Дефицит
финансируется из
долларового
Стабфонда**

Поскольку финансирование дефицита бюджета в этот раз идет не за счет привлечения средств с долгового рынка, а, за счет средств Стабфонда – это приводит к появлению избытка рублевой ликвидности. Свежие средства не доходят до реального сектора в силу «закупорки сосудов» кредитования, стимулируя рост фондового рынка в краткосрочном плане, падение ставок на рынке долга.

**«Печатание» денег
приведет к инфляции
и девальвации во
2П09**

Однако в среднесрочной перспективе ситуация может кардинально измениться. Побочным эффектом роста ликвидности во 2кв09 станет усиление инфляции во втором полугодии и давление на рубль.

Илл. 1: Динамика спроса и розничной торговли



Источник: Росстат, Отдел исследований Альфа-Банка

Илл. 2: Динамика инвестиций



Источник: Росстат, Отдел исследований Альфа-Банка

Девальвацию рубля может «запустить» рост доллара и падение цен на нефть

Последствия печатания денег – инфляция и девальвация

В настоящее время усиление инфляционного давления ограничено лишь сжатием потребительского спроса. Однако рост денежной базы с лагом в полгода приведет к росту цен, даже несмотря на сократившийся спрос.

Если рост инфляции произойдет «автоматически», то для запуска девальвации необходим внешний «триггер», в качестве которого может выступить укрепление доллара и падение нефтяных цен.

Илл. 3. Прогноз курса рубля при различных сценариях дефицита бюджета и стоимости нефти

Среднегодовая цена на нефть, \$/баррель	Бюджетный дефицит, % ВВП			
	6%	8%	10%	12%
\$20/баррель	43,9	46,3	48,8	51,1
\$45/баррель	35,3	37,4	39,1	41,0
\$60/баррель	32,0	33,9	35,5	37,3
\$70/баррель	30,2	31,9	33,4	35,1

Источники: Сбербанк, Отдел исследований Альфа-Банка

Наиболее вероятным нам представляется обесценение рубля до уровня \$/35-41 руб, что предполагает дефицит бюджета 8-12% ВВП при среднегодовой цене на нефть \$45-60/баррель. По итогам января-мая средняя цена на нефть составила около \$49/баррель.

В любом случае мы не сомневаемся, что давление на рубль будет поддержано Банком России, поскольку, в конечном итоге, это поможет решить или как минимум сгладить сразу несколько проблем, стоящих перед монетарными органами власти.

Что экономика выиграет при девальвации

Моментальные плюсы от девальвации:

- (1) сжатие рублевой ликвидности и, как следствие, замедление инфляции, которая пока несмотря на сокращение потребительского спроса остается на уровне 12,5% год-к-году.
- (2) сокращение расходования средств Стабфонда на покрытие бюджетного дефицита, поскольку он номинирован в долларах. Так, при 10%-ной девальвации бюджет выигрывает порядка 600-800 млрд руб.
- (3) Повышение поступлений в бюджет от нефтяных и металлургических компаний.

(4) Девальвация приведет к росту оценки валютных средств на балансах банков, накопленных для осуществления выплат по внешнему долгу.

В среднесрочной перспективе девальвация будет способствовать импортозамещению, способствуя восстановлению экономики. Хотя данный аргумент является наиболее спорным.

Учитывая, что в настоящее время загрузка производственных мощностей составляет порядка 70%, при росте спроса производители в первую очередь поднимут цены на свою продукцию, поскольку для наращивания производства требуются инвестиции, которые заблокированы большим навесом «плохих» кредитов и реструктуризаций. Таким образом, на первом этапе мы можем увидеть скачок инфляции.

Информация

Альфа-Банк (Москва)	Россия, Москва, 107078, пр-т Академика Сахарова, 12
Управление долговых ценных бумаг и деривативов	Саймон Вайн, Руководитель Управления (+7 495) 745-7896
Торговые операции	Олег Артеменко, директор по финансированию (7 495) 785-74 05 Константин Зайцев, вице-президент по торговым операциям (7 495) 785-74 08 Михаил Грачев, вице-президент по торговым операциям (7 495) 785-74 04 Сергей Осмачек, трейдер (7 495) 783 51 02 Игорь Панков, вице-президент по продажам (7 495) 786-48 92 Владислав Корзан, вице-президент по продажам (7 495) 783-51 03 Дэвид Мэтлок, директор по международным продажам (7 495) 974-25 15 доб. 7050 Татьяна Мерлич, старший менеджер по международным продажам (7 495) 786-48 97 Ольга Паркина, менеджер по продажам (7 495) 785-74 09
Аналитическая поддержка	Екатерина Леонова, старший аналитик по внутреннему долгу (7 495) 785-96 78 Михаил Авербах, аналитик по внешнедолговому рынку (7 495) 783-50 29 Денис Воднев, старший кредитный аналитик (7 495) 792-58 47 Екатерина Журавлева, кредитный аналитик (7 495) 974-2515 доб. 7121
Долговой рынок капитала	Мария Широкова, вице-президент по продажам на долговом рынке капитала (7 495) 755-59 26 Наталья Юркова, Старший менеджер (7 495) 785-9671

© Альфа-Банк, 2009 г. Все права защищены. Генеральная лицензия ЦБ РФ № 1326 от 29.01.1998 г.

Настоящий отчет и содержащаяся в нем информация являются исключительной собственностью Альфа-Банка. Несанкционированное копирование, воспроизводство и распространение настоящего материала, частично или полностью, в отсутствие разрешения Альфа-Банка в письменной форме строго запрещено.

Данный материал предназначен ОАО «Альфа-Банк» (далее – «Альфа-Банк») для распространения в Российской Федерации. Он не предназначен для распространения среди частных инвесторов. Несмотря на то, что приведенная в данном материале информация получена из источников, которые, по мнению Альфа-Банка, являются надежными, Альфа-Банк, его руководящие и прочие сотрудники не делают заявлений и не дают заверений ни в прямой, ни в косвенной форме, относительно своей ответственности за точность, полноту такой информации и отсутствие в данном материале каких-либо важных сведений. Любая информация и любые суждения, приведенные в данном материале, могут быть изменены без предупреждения. Альфа-Банк не дает заверений и не заявляет, что упомянутые в данном материале ценные бумаги и/или суждения предназначены для всех его получателей. Данный материал и содержащиеся в нем сведения носят исключительно информативный характер и не могут рассматриваться ни как приглашение или побуждение сделать оферту, ни как просьба купить или продать ценные бумаги или другие финансовые инструменты, или осуществить какую-либо иную инвестиционную деятельность. Альфа-Банк и связанные с ним компании, руководящие сотрудники и прочие сотрудники всех этих структур, в т.ч. лица, участвующие в подготовке и издании данного материала, могут иметь отношения с маркет-мейкерами, а иногда и выступать в качестве таковых, а также в качестве консультантов, брокеров или представителей коммерческого или инвестиционного банка в отношении ценных бумаг, финансовых инструментов или компаний, упомянутых в данном материале, либо входить в органы управления таких компаний. Ценные бумаги с номиналом в иностранной валюте подвержены колебаниям валютного курса, которые могут привести к снижению их стоимости, цены или дохода от вложений в них. Кроме того, инвесторы, вкладывающие средства в ценные бумаги типа АДР, стоимость которых изменяется в зависимости от курса иностранных валют, принимают на себя валютный риск. Инвестиции в России и в российские ценные бумаги сопряжены со значительным риском, поэтому инвесторы, прежде чем вкладывать средства в такие бумаги, должны провести собственное исследование и изучить экономические и финансовые показатели самостоятельно. Инвесторы должны обсудить со своими финансовыми консультантами риски, связанные с таким приобретением. Альфа-Банк и их дочерние компании могут публиковать данный материал в других странах. Поскольку распространение данной публикации на территории других государств может быть ограничено законом, лица, в чьем распоряжении окажется данный материал, должны быть информированы о таких ограничениях и соблюдать их. Любые случаи несоблюдения указанных ограничений могут рассматриваться как нарушение закона о ценных бумагах и других соответствующих законов, действующих в той или иной стране. **Примечание, касающееся законодательства США о ценных бумагах:** Данная публикация распространяется в США компанией Alfa Capital Markets (USA) Inc. (далее «Alfa Capital»), являющейся дочерней компанией Альфа-групп, постольку, поскольку это разрешено законодательством США по ценным бумагам и другими соответствующими законами и положениями. В этой связи Alfa Capital несет ответственность за содержание данного исследования. Лица на территории США, получившие данную публикацию и желающие осуществить сделку с той или иной ценной бумагой или финансовым инструментом, анализируемым в ней, должны делать это только после уведомления об этом представителя Alfa Capital в США. Любые случаи несоблюдения данных ограничений могут рассматриваться как нарушение законодательства США о ценных бумагах.