


ГАЗПРОМБАНК

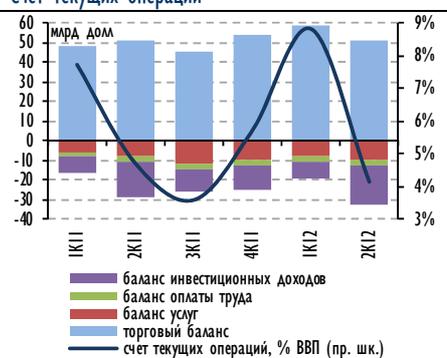
Экономика России во 2П12: «Тихая гавань-2. Перегрузка»

Распределение ВВП по компонентам затрат



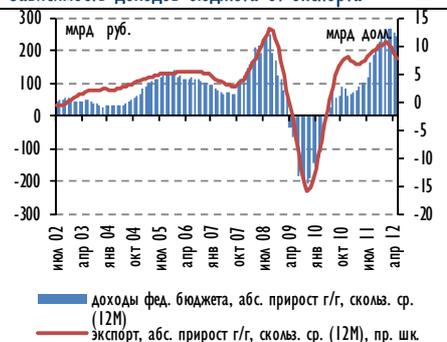
Источник: Росстат, Газпромбанк

Счет текущих операций



Источник: ЦБ РФ, расчеты Газпромбанка

Зависимость доходов бюджета от экспорта



Источник: ЦБ РФ, расчеты Газпромбанка

- ▶ Экономическая ситуация в России во 2П12 будет мало похожа на 1П12. Экономика теряет импульс к росту за счет снижения цен на нефть по сравнению с 1П12 (наш прогноз по Urals на 2П12 – 103,0 долл./бар.). Основные драйверы ВВП приближаются к поворотным точкам: инвестиции и экспорт уже замедлились, в то время как сфера потребления сигнализирует о перегреве. Во 2П12 эта диспропорция будет устранена за счет снижения потребления и роста безработицы.
- ▶ Устойчивость России к внешним шокам по сравнению с 2008 г. возросла. Об этом свидетельствует сравнение производных макроиндикаторов, характеризующих состояние бюджетной и внешнеэкономической сфер в 1П12 и 1П08. Однако, в случае существенного обострения долгового кризиса в Европе, избежать эффекта «финансового заражения» не удастся.
- ▶ Состояние рынка нефти нам видится достаточно устойчивым, несмотря на значительное ухудшение ситуации на глобальных площадках. Мы прогнозируем увеличение мирового потребления нефти как в 2012, так и в 2013 г., хотя и более низкими, чем в 2011 г., темпами. Согласно нашим ожиданиям, в 2012 г. средний уровень цен на нефть марки Brent составит 108 долл./бар., что примерно на 1,5% выше текущих котировок. Мы видим соотношение пары «евро/доллар» во 2П12 на уровне 1,28 долл./евро, что предполагает среднегодовой курс американской валюты на российском рынке 31,8 руб./долл.
- ▶ Основные риски российской экономики лежат в плоскости платежного баланса: в 1П12 возросла уязвимость счета текущих операций перед резким падением нефтяных цен (в основном из-за роста дефицита баланса инвестиционных доходов и сокращения профицита торгового баланса). Чистый отток капитала, замедлившийся в мае-июне 2012 г., может снова ускориться во 2П12 – в случае возникновения новой волны неприятия риска на глобальных рынках.
- ▶ Российский бюджет-2012 достаточно устойчив к ухудшению конъюнктуры рынка нефти во 2П12, даже несмотря на высокий уровень ненефтегазового дефицита (более 10,0% ВВП). Проведенный нами анализ чувствительности бюджетного дефицита к изменению цены на нефть (Urals) до 100 долл./бар. (что, на наш взгляд, маловероятно) дефицит федерального бюджета не превысит 1,0% ВВП. При этом средств Резервного фонда (которые составляют около 3,5% ВВП) хватит для покрытия всех операционных потребностей бюджета.

Сводный прогноз макроэкономических показателей России

	2010	2011	2012				год	2013
			1К	2К	3К	4К		
ВВП, прирост ф.о., %, г/г	4,3	4,3	4,9	3,7	3,5	3,3	3,8	4,0
Инфляция (ИПЦ), %, г/г	8,8	6,1	3,7	4,3	6,5	6,0	6,0	5,7
Бивалютная корзина, средний за период, руб.	34,8	34,5	34,5	35,0	36,2	36,0	35,7	36,5
курс USDRUB, средний за период, руб./долл.	30,4	29,4	30,2	31,0	32,4	32,1	31,8	32,3
Цена на нефть марки Urals, средняя за период, долл./бар.	78,2	109,0	117,3	106,9	102,0	104,0	107,0	110,0
Дефицит/ профицит федерального бюджета, % ВВП	-4,0	0,7	-0,9	0,5	-0,6	-0,2	-0,6	1,4
Ставка рефинансирования ЦБ РФ, %	7,75	8,00	8,00	8,00	8,25	8,25	8,25	8,00
Ставка MosPrime (3 месяца), конец периода, %	4,06	7,22	6,73	7,22	7,0-7,25	7,25-7,50	7,50-7,75	7,50-7,75

Источник: Росстат, ЦБ РФ, Минфин, Минэкономразвития, данные Газпромбанка

Мировая экономика: каскадное ухудшение прогнозов

За последние три месяца ведущие международные организации скорректировали свои макроэкономические прогнозы на 2012-2013 гг. в сторону понижения. Еще в марте-апреле 2012 г. главные финансовые институты (МВФ, Всемирный банк) ожидали, что ближе к середине года мировая экономика нащупает дно и далее будет восстанавливаться. Но похоже, что перспективы глобального экономического роста продолжают ухудшаться.

В частности, 16 июля МВФ понизил прогноз развития мировой экономики на 0,1 п.п. в 2012 г. и на 0,2 п.п. в 2013 г. Апеллируя к высокой вероятности чрезмерно жесткой фискальной консолидации в США в краткосрочном периоде, главный мировой финансовый институт понизил оценку роста американской экономики на 0,1 п.п. как в 2012 г., так и в 2013 г. Кроме того, Международный валютный фонд ухудшил прогноз по экономике еврозоны в 2013 г. (на 0,2 п.п.), оставив без изменения оценку экономического спада по итогам 2012 г. Если еще в 1К12 некоторые участники рынка допускали возможность положительного прироста ВВП еврозоны в 2012 г. (прогноз ОЭСР оставался на уровне +0,2% г/г), то сейчас практически ни у кого не остается сомнений в неизбежности спада (по разным оценкам, от минус 0,3% до минус 0,1%).

Таблица 1. Сводный прогноз развития мировой экономики

	2010	2011	МВФ				Всемирный Банк				ОЭСР			
			WEO, июль 2012	2012	2013	корр. к пред.	GO, июнь 2012	2012	2013	корр. к пред.	ЕО, май 2012	2012	2013	корр. к пред.
Мировой ВВП, %, г/г	5,3	5,9	3,5	3,9	-0,1	-0,2	2,5	3,0	0,0	-0,1	-	-	-	-
Развитые страны	3,2	1,6	1,4	1,9	0,0	-0,2	1,4	1,9	0,0	-0,1	1,6	2,2	0,0	-0,1
США	3,0	1,7	2,0	2,3	-0,1	-0,1	2,1	2,4	-0,1	0,0	2,4	2,6	0,4	0,1
еврозона	1,9	1,5	-0,3	0,7	0,0	-0,2	-0,3	0,7	0,0	-0,4	-0,1	0,9	-0,3	-0,5
Япония	4,4	-0,7	2,4	1,5	-0,2	-0,1	2,4	1,5	0,5	-0,1	2,0	1,5	0,0	-0,1
Развивающиеся страны	7,5	6,2	5,6	5,9	-0,1	-0,2	5,3	5,9	-0,1	-0,1	-	-	-	-
Китай	10,4	9,2	8,0	8,5	-0,2	-0,3	8,2	8,6	-0,2	0,3	8,2	9,3	-0,3	-0,2
Индия	10,8	7,1	6,1	6,5	-0,7	-0,7	6,6	6,9	0,1	-0,8	7,1	7,7	-0,1	-0,5
Россия	4,3	4,3	4,0	3,9	0,0	-0,1	3,8	4,2	0,3	0,3	4,5	4,1	0,4	0,0
Бразилия	7,5	2,7	2,5	4,6	-0,6	0,5	2,9	4,2	-0,5	-0,2	3,2	4,2	0,0	0,3
Мексика	5,6	3,9	3,9	3,6	0,3	0,0	3,5	4,0	0,3	0,3	-	-	-	-
Мировая торговля, физ. объемы, %, г/г	12,8	5,9	3,8	5,1	-0,3	-0,5	5,3	7,0	0,6	0,2	4,1	7,0	-0,7	-0,1
Прирост цен на нефть, %, г/г	27,9	31,6	-2,1	-7,5	-12,4	-3,4	2,5	-3,4	8,0	-2,2	-	-	-	-
Инфляция, %, г/г														
Развитые страны	1,5	2,7	2,0	1,6	0,1	-0,1	2,0-2,5	1,8-2,0	-	-	2,2	1,9	0,3	0,4
Развивающиеся страны	6,1	7,2	6,3	5,6	0,1	0,0	6,5-7,0	6,0-6,5	-	-	-	-	-	-

Источник: МВФ, Всемирный Банк, ОЭСР

В то же время указанные международные институты положительно оценивают меры глобального монетарного стимулирования (снижение ставок ЕЦБ, Народным банком Китая, расширение программ QE в Великобритании и Японии), предпринятые в начале июля 2012 г. Финансовые рынки получили сигнал для ралли еще раньше – после июньского саммита ЕС, на котором было принято решение о создании банковского союза и принятии ряда мер, способствующих разделению проблем национальных правительств и банковского сектора. Однако фундаментальные макроэкономические показатели развитых стран продолжают ухудшаться. Конечно, эпизодически рынки получают хорошие данные об увеличении сальдо торгового баланса еврозоны, улучшении состояния рынка жилья в США и т.п., но в целом это не меняет вектор расширения глобальных макроэкономических диспропорций.

Мы полагаем, что потенциал глобального монетарного стимулирования во многом исчерпан. Рынки ожидают более решительных шагов от ФРС США, которой удастся поддерживать веру в QE3, не предпринимая никаких конкретных мер. Слабая статистика по рынку труда, низкие темпы роста американской экономики и «бюджетный тупик» позволяют манипулировать настроениями участников рынка.



В свете этих допущений, а также учитывая перспективы развития мировой экономики, описанные МВФ, Всемирным банком и ОЭСР, мы полагаем, что до конца 2012 г. маловероятно сохранение резко понижающего тренда в динамике цен на нефть. Несмотря на значительное ухудшение ситуации на мировых финансовых рынках, состояние рынка нефти оценивается нами как достаточно устойчивое. Мы прогнозируем увеличение мирового потребления нефти и в 2012 г., и в 2013 г., хотя и более низкими, чем в 2011 г., темпами. При этом отметим относительно неплохое состояние рынка США – по-прежнему крупнейшего потребителя нефти в мире – потребление нефтепродуктов в США пока растет в 2012 г.

Согласно нашим ожиданиям, в 2012 г. средний уровень цен на нефть марки Brent составит 108 долл./бар. Соотношение пары «евро/доллар» во 2Г12 мы видим на уровне 1,28 долл./евро, что предполагает среднегодовой курс американской валюты на российском рынке 31,7 руб./долл.

Таблица 2. Внешние условия российской экономики в 2012 г. (на конец периода)

	1К12	2К12	3К12П	4К12П
Цена на нефть марки Brent, долл./бар.	120,7	97,8	104	108
Цена на нефть марки Urals, долл./бар.	117,2	96,3	103	107
Курс EUR/USD	1,33	1,27	1,25	1,28

Источник: Bloomberg, данные Газпромбанка

Негативный сценарий, главным поводом для реализации которого является серьезное ухудшение ситуации в Европе, может привести к краткосрочному падению котировок нефти до уровня около 80 долл./бар. и к среднегодовому показателю около 95-100 долл./бар. Мы не считаем этот сценарий базовым в текущем году.

Позитивный сценарий, подразумевающий рост котировок выше 110 долл./бар., возможен при относительно стабильной ситуации в странах еврозоны, реализации монетарных стимулирующих мер и в случае снижения фактического предложения нефти со стороны ОПЕК. Кроме того, повышению среднегодового уровня цен на нефть могут способствовать технические факторы: обострение ситуации вокруг Ирана, сокращение добычи в Норвегии, новые военные конфликты на Ближнем Востоке и т.п.

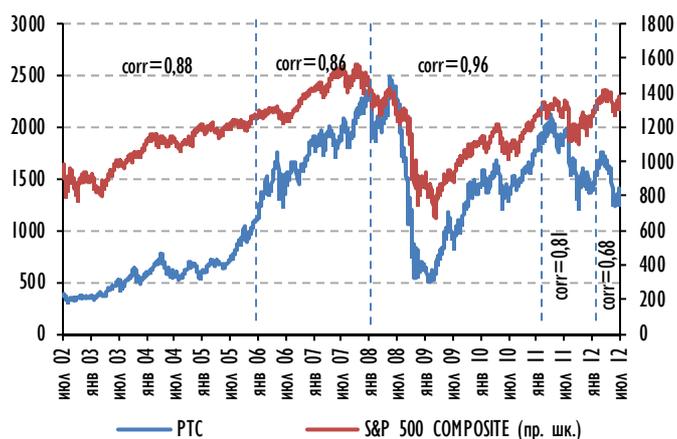
Россия и глобальная волатильность: реакция на европейские проблемы стала острее

Распространение финансовых кризисов, как правило, осуществляется через три основных канала: финансовые активы, товарные рынки и валютные курсы. Скорость развития кризисных явлений прямо пропорциональна степени интегрированности страны в глобальную экономику. Элементарные статистические оценки показывают, что степень зависимости российских рынков от глобальной волатильности претерпела определенные изменения.

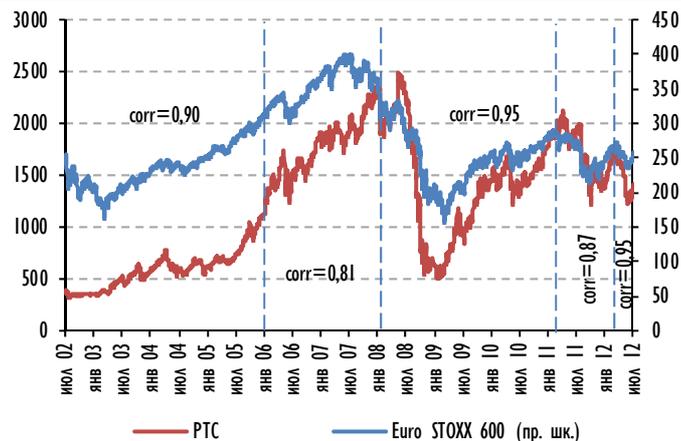
В целом 1Г12 характеризовалось тем, что фондовый рынок России отставал от мировых площадок: S&P 500 с начала года вырос на 9,26%, Euro STOXX 600 – примерно на 4,1%, в то время как РТС прибавил всего 1,9%.

В то же время в 1Г12 корреляция между индексами РТС и S&P 500 упала до рекордно низких значений (0,68), в то время как наиболее тесная зависимость российского фондового рынка от американской экономики наблюдалась в период острой фазы мирового кризиса 2008-2010 гг.

Чувствительность российского фондового рынка к «европейским проблемам» относительно 2008 г. осталась примерно на одном и том же уровне. Корреляция индексов РТС и Euro STOXX 600 на сегодняшний день составляет порядка 0,95.

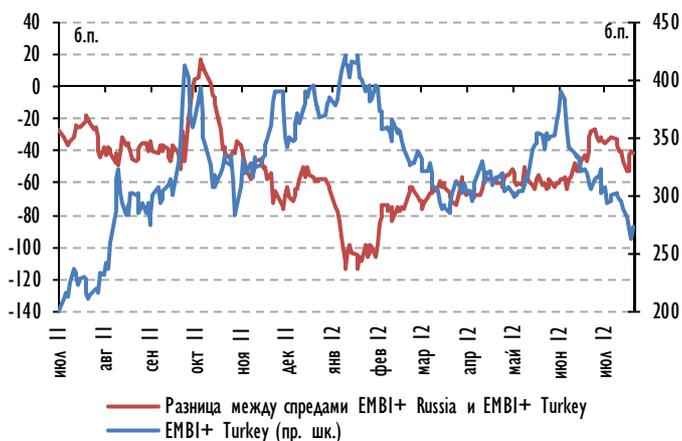
Диаграмма 1. Фондовые индексы России и США


Источник: Thomson Reuters Data Stream, данные Газпромбанка

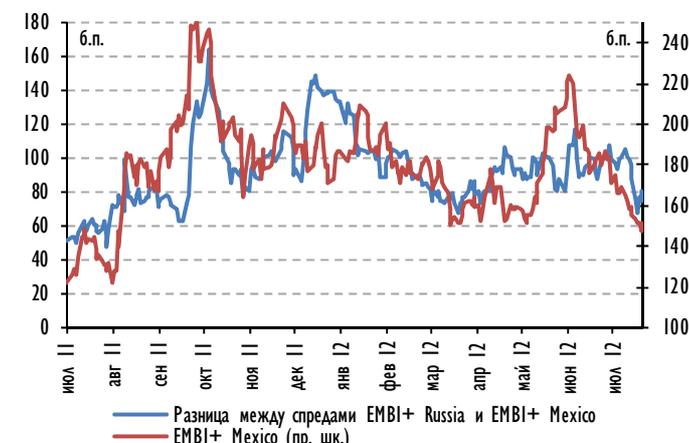
Диаграмма 2. Фондовые индексы России и ЕС


Источник: Thomson Reuters Data Stream, данные Газпромбанка

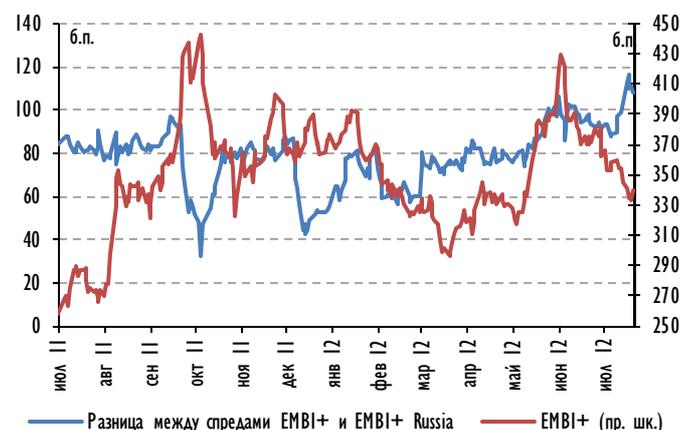
Сравнение доходностей суверенных облигаций России с доходностью бондов других стран с формирующимся рынком не позволяет обнаружить устойчивых тенденций сужения или расширения спредов. Российский EMBI+ Russia в 1П12 продемонстрировал общее снижение доходностей относительно индекса EMBI+ EM. В июле 2012 г. доходности российских бумаг снижались более существенно, чем в целом по группе EM. В сравнении с Мексикой и Бразилией спреды российских суверенных облигаций к UST немного сужались, при сопоставлении с Турцией – в конце 2К12 произошло их расширение.

Диаграмма 3. Разница между спредами EMBI+ Russia и EMBI+ Turkey


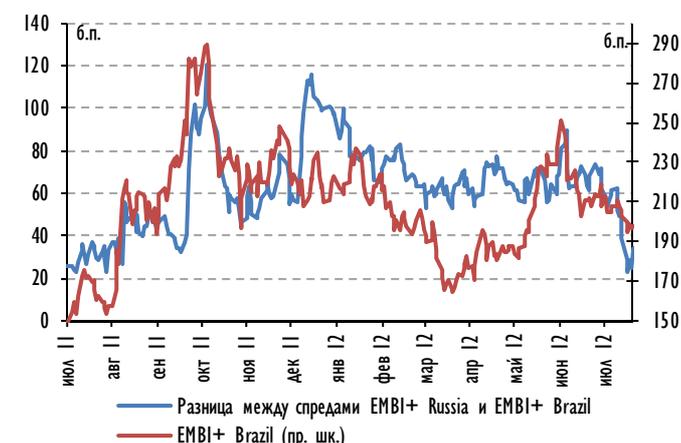
Источник: Bloomberg, данные Газпромбанка

Диаграмма 4. Разница между спредами EMBI+ Russia и EMBI+ Mexico


Источник: Bloomberg, данные Газпромбанка

Диаграмма 5. Разница между спредами EMBI+ и EMBI+ Russia


Источник: Bloomberg, данные Газпромбанка

Диаграмма 6. Разница между спредами EMBI+ Russia и EMBI+ Brazil


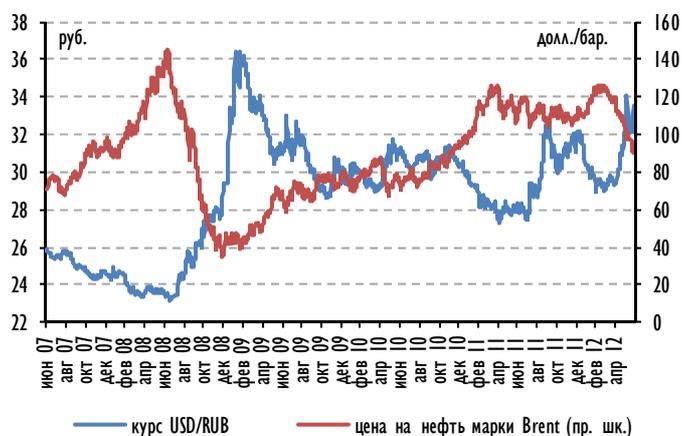
Источник: Bloomberg, данные Газпромбанка



На российском валютном рынке также наблюдается усиление зависимости рубля от цен на нефть: если в 2009-2011 гг. отрицательная корреляция между ними колебалась от -0,85 до -0,7, то в 1П12 она усилилась до -0,89.

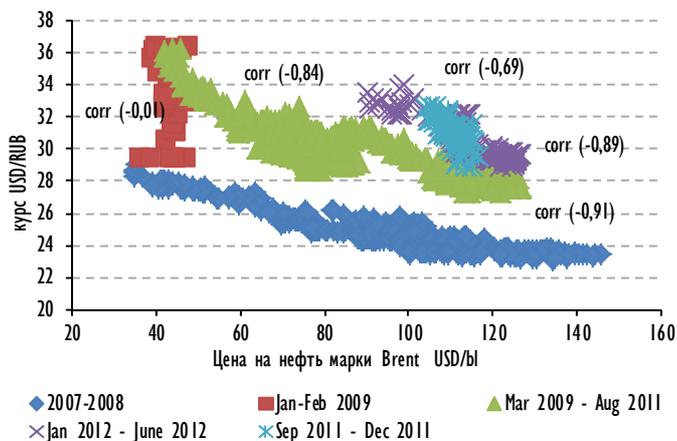
Безусловно, обвал нефтяных котировок остается главным риском российской экономики. В то же время снижение среднегодового уровня цены на нефть марки Urals до 95,0-100,0 долл./бар. не является критичным ни с точки зрения бюджетной устойчивости (в этом случае просто не будет пополняться Резервный фонд), ни с позиции инфляционных рисков (благодаря большей гибкости валютной политики ЦБ в 2012 г. относительно 2008-2011 гг.). Самым неприятным последствием в этом случае будет снижение темпов экономического роста до 2,5-3,0% в год.

Диаграмма 7. Курс рубля и цена нефти марки Brent



Источник: Bloomberg, данные Газпромбанка

Диаграмма 8. Выборочная корреляция рубля и цены на нефть марки Brent



Источник: Bloomberg, данные Газпромбанка

Производные макроиндикаторы России в 2012 и 2008 гг.: в чем разница?

Экономические успехи России в 1П12 (темпы прироста ВВП 1К12 – 4,9%, наша оценка 2К12 – 3,7%) вселяют оптимизм относительно благополучного завершения 2012 г. для российских компаний. В июне Всемирный Банк повысил свой прогноз по России, добавив по 0,3 п.п. к приросту ВВП на 2012 и 2013 гг. До этого в мае ОЭСР увеличил оценку 2012 г. на 0,4 п.п.

В то же время многие участники рынка ожидают резкого ухудшения ситуации уже осенью этого года. Наличие подобных кризисных ожиданий мотивировало нас провести сравнительный анализ ситуаций 1П08 и 1П12. Если в 2008 г. главным триггером мирового финансового кризиса было крушение Lehman Brothers, то в 2012 г., помимо риска обострения долговых проблем периферийных стран еврозоны, список факторов глобальной нестабильности расширился. В частности, определенное воздействие могут оказать политические риски: передача власти в Китае, президентские выборы в США, решение американской дилеммы бюджетного дефицита (пойти на увеличение рисков снижения экономического роста или разрастания дефицита и госдолга, рискуя кредитными рейтингами).

На наш взгляд, анализ производных макроэкономических показателей по России, характеризующих различные аспекты бюджетной и внешнеэкономической устойчивости государства, свидетельствует о том, что ситуация конца 1П12 не так уж сильно отличается от предкризисного 1П08 в лучшую сторону. Чтобы можно было оценить масштабы возможных негативных последствий, в случае, если сработает один из триггеров, мы дополнительно приводим оценки показателей за декабрь 2008 г.



Среди позитивных изменений 2012 г. относительно 2008 г. необходимо отметить снижение доли внешнего долга корпоративного сектора в ВВП: в июне 2012 г. 18,4% против 19,2% и 22,6% в июне и декабре 2008 г. соответственно. В структуре внешнего долга сократился объем краткосрочных обязательств – на 3,7 п.п. и 2,9 п.п. относительно июня и декабря 2008 г. Улучшился показатель покрытия платежей по внешнему долгу на ближайшие 12 месяцев годовым экспортом. Абсолютная величина погашений внешнего долга в течение 1 года стала существенно меньше (на 16 млрд долл. к июню 2008 г. и на 56,0 млрд долл. к декабрю 2008 г.).

Относительно негативные изменения. Доля расходов в ВВП существенно снизилась относительно декабря 2008 г. (на 7,5%), в то же время эта цифра почти полностью совпадает с уровнем июня 2008 г. (15,9%). Относительный нефтегазовый дефицит (июнь 2012 г. – 10,1% ВВП), напротив, больше соответствует показателю декабря 2008 г. (12,8% ВВП), в июне 2008 г. эта цифра была гораздо скромнее (4,7% ВВП).

Основные риски. Хуже, чем в 2008 г., обстоит дело с Резервным фондом. Несмотря на то, что на 1 июля в нем находится почти 2,0 трлн руб. – это существенно меньше, чем в 2008 г. (июнь – 3,07 трлн руб., декабрь – 4,03 трлн руб.). Годовой уровень чистого оттока капитала, который все это время выполнял функцию предохранительного клапана от раздувания новых пузырей, в июне 2012 г. достиг 96,9 млрд долл. В июне 2008 г. ситуация была принципиально иной: на тот момент Россия имела чистый приток, эквивалентный 29,6 млрд долл. (за предшествующие 12 месяцев). В то же время существенно возросло давление на отток капитала со стороны внутренней денежной массы (отношение «M2/международные резервы» в июне 2012 г. выросло на 39% относительно июня 2008 г. и на 27% относительно декабря 2008 г.).

Кроме того, в июне 2012 г. снизился уровень покрытия годовой стоимости ввозимых товаров международными резервами (почти на 40%) относительно июня 2008 г., что также свидетельствует о сокращении запаса прочности российской экономики, даже с учетом замедления темпов прироста импорта во 2К12.

Таблица 3. Производные макроэкономические индикаторы бюджетной и внешнеэкономической устойчивости России

	июнь 12	июнь 08	декабрь 08
Нефтегазовое сальдо бюджета YTD / ВВП YTD	-10,1%	-4,7%	-12,8%
Расходы / ВВП	15,9%	15,9%	23,4%
Резервный фонд / ВВП	3,2%	7,4%	9,8%
Задолженность по кредитам физлиц / ВВП	9,7%	7,7%	8,6%
Внешний долг расширенного госсектора / ВВП	12,5%	11,2%	11,6%
Внешний корпоративный долг / ВВП	18,4%	19,2%	22,6%
Погашения внешнего долга на 12М вперед, млрд долл.	124	140	180
Краткосрочные обязательства / внешний долг, %	12,4%	16,1%	15,3%
Годовой уровень чистого притока / оттока капитала, млрд долл.	-96,9	29,6	-133,8
Платежи по внешнему долгу / Годовой экспорт	0,25	0,29	0,38
Годовой импорт / Международные резервы	0,64	0,46	0,75
M2 / Международные резервы	1,45	1,04	1,14

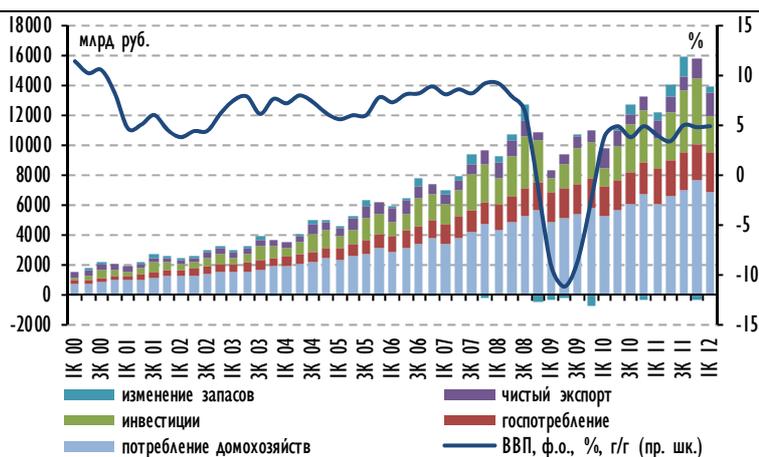
Источник: Росстат, ЦБ РФ, Минфин, расчеты Газпромбанка

Реальный сектор: темпы роста ВВП замедляются

По итогам 1К12 г. экономический рост в России составил около 4,9% (4,0% – 1К11), что в общем случае выше, чем у большинства развитых западных стран, но несколько скромнее на фоне стран группы БРИК (Индия – 5,3%, Китай – 8,1%; исключение – Бразилия – 0,75%). Во 2К12 мы ожидаем сезонного замедления роста ВВП, усиленного неблагоприятной внешнеэкономической конъюнктурой, примерно до 3,7% г/г.



Диаграмма 9. Основные компоненты ВВП, 2000-2012



Источник: Росстат, данные Газпромбанка

Анализ динамики ВВП по счету производства позволяет обнаружить признаки замедления российской экономики. Прежде всего истощается эффект «низкой базы» в сельском хозяйстве, ожидается, что урожай 2012 года (последний прогноз Минсельхоза – 83 млн тонн зерновых) из-за нашествия вредителей и продолжительной засухи будет существенно скромнее, чем в 2011 г. (94,2 млн т).

Таблица 4. Факторы прироста ВВП по счету производства

	прирост ф.о., г/г		прирост ф.о., кв/кв, сезон. очищ.	
	2011 1К	2012 1К	2011 4К	2012 1К
ВВП	4,0	4,9	1,5	1,1
сельское хозяйство	-3,8	1,8	0,5	-0,6
добыча полезных ископаемых	2,9	2,0	0,0	-0,1
обрабатывающие производства	11,2	3,5	0,3	0,4
производство и распределение газа, воды и энергии	-0,6	1,6	-0,1	-0,1
строительство	-0,3	4,7	0,0	-0,3
торговля и услуги	1,9	9,1	0,4	0,1
транспорт и связь	2,4	3,9	0,1	0,0
финансовый сектор	5,1	16,1	0,0	0,4
операции с недвижимостью	3,7	5,7	0,0	0,2
государственные услуги	1,9	1,3	0,0	0,0
Чистые налоги на продукцию	7,1	6,1	0,4	0,2

Источник: Росстат, Газпромбанк

Добыча полезных ископаемых в квартальных приростах (и с учетом сезонности) снижается, что усугубляется неблагоприятной внешнеэкономической конъюнктурой. Потребительский сектор также сбавил обороты (1К12 – 0,1% кв/кв). При этом отмечается рост в обрабатывающих производствах (1К12 – 0,4% кв/кв) – позитивный сигнал с точки зрения выравнивания отраслевых диспропорций российской экономики.

Результаты оценки производственной функции России позволяют исходить из того, что модель экономического роста РФ за последние 10 лет не претерпела изменений (см. Приложение). Более того факторы, формирующие выпуск, остаются устойчивыми во времени.

Сравнение фактических показателей с потенциальным уровнем выпуска (по нашим оценкам, гп ВВП во 2К12 стал отрицательным – примерно -0,5 п.п.) позволяет сделать вывод о том, что во 2П12 может возникнуть проблема сокращения числа занятых в интересах повышения производительности труда.

В нашем прогнозе ВВП мы используем показатель инвестиций в основной капитал, который был рассчитан в Минэкономразвития (12,4 трлн руб. по итогам



2012 г.). В соответствии с нашими модельными расчетами, номинальный ВВП России в 2012 г. составит около 61,8 трлн руб., что несколько выше последней оценки (60,6 трлн руб.) главного экономического ведомства от 11 мая 2012 г. При этом Минэкономразвития прогнозирует темпы прироста физических объемов ВВП на уровне 3,4% г/г. Мы полагаем, что эта цифра достигнет 3,8%. Следует также отметить, что физические объемы ВВП достаточно устойчивы к падению цен на нефть, в то время как номинальные являются их линейной функцией.

Потребление – все еще основной источник роста

С точки зрения структуры ВВП по расходам основным фактором, формирующим итоговые показатели экономического роста, остается потребление. На долю последнего традиционно приходится более 70% итогового прироста физических объемов (ф.о.) ВВП. При этом распределение между домашними хозяйствами и государством остается достаточно устойчивым – 50% и 20% соответственно.

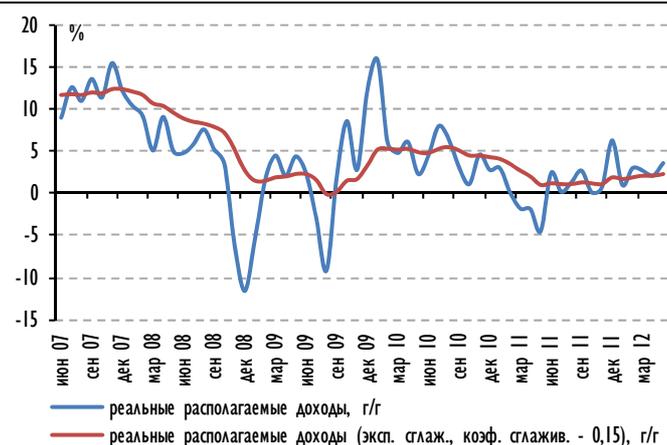
Номинальные объемы совокупного потребления домашних хозяйств выросли почти на 12,0% г/г в 1К12 (16,5% - 1К11), физические – на 5,0% г/г (4,8% - 1К11). Мы ожидаем, что во 2К12 этот показатель замедлит рост до 4,5% г/г в физическом выражении.

Диаграмма 10. Динамика совокупного потребления домохозяйств, 2002-2012 гг.



Источник: Росстат, данные Газпромбанка

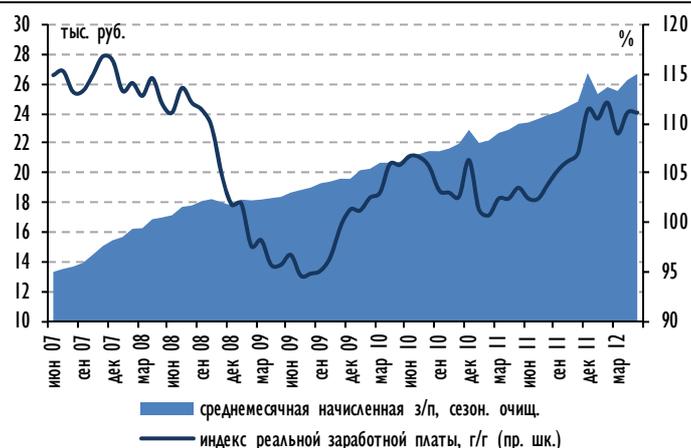
Диаграмма 11. Реальные располагаемые доходы, 2007-2012 гг.



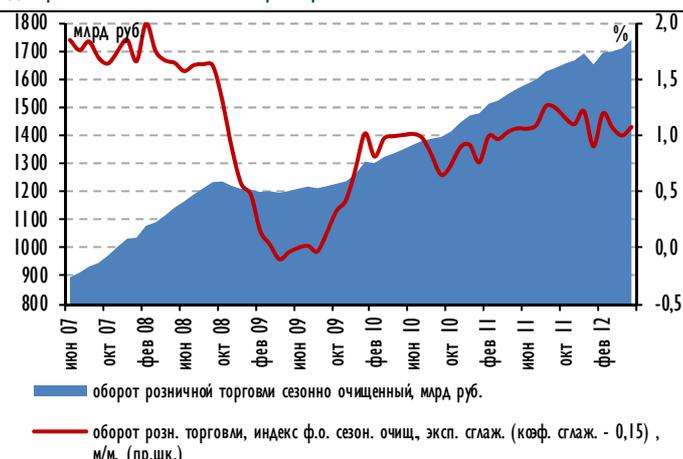
Источник: Росстат, данные Газпромбанка

Доходы населения также демонстрируют более уверенный рост по сравнению с прошлым годом. Реальные располагаемые денежные доходы населения за 1П12 выросли на 2,7% г/г (за весь 2011 г. – 0,8%).

Во 2П12 уже нет возможностей для наращивания доходов на уровне 1П12: зарплата бюджетникам до конца года повышаться больше не будет, ситуация на рынке труда близка к состоянию «избыточной занятости». Безработица на конец 1П12 остается рекордно низкой – 5,4% от экономически активного населения (на 1П11 – 6,07% ЭАН). В соотношении с невысокими темпами инфляции (годовой уровень на 1 июля 2012 г. – 4,3%) и наметившимися признаками стагнации производственной сферы это грозит будущим сокращением рабочей силы и совокупных доходов населения. Мы полагаем, что безработица скорректируется вверх в течение 2П12 на 0,2-0,4 п.п., реальные доходы по итогам 2012 г. вырастут всего на 2,0% г/г.

Диаграмма 12. Заработная плата, 2007-2012 гг.


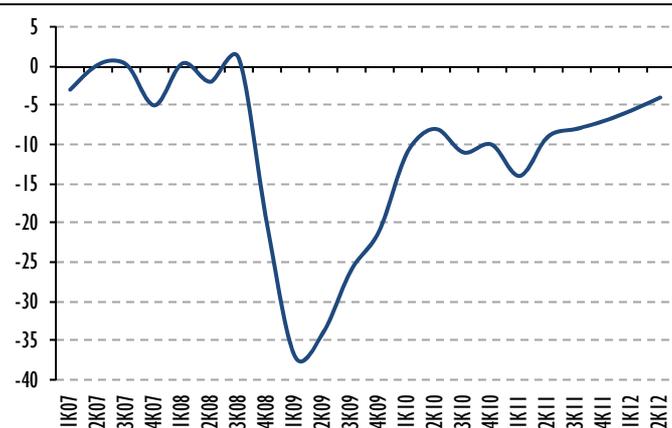
Источник: Росстат, данные Газпромбанка

Диаграмма 13. Розничный товарооборот, 2007-2012 гг.


Источник: Росстат, данные Газпромбанка

Индекс потребительской уверенности, рассчитываемый Росстатом, демонстрирует положительную динамику после глубокого падения в 1К09 и кратковременного торможения в 1К11. Существенное замедление роста потребительской уверенности во 2П11-1П12 в совокупности с «избыточной занятостью» в начале 3К12 говорит о скором приближении поворотной точки. Впрочем, мы ожидаем, что переход к более сдержанному росту совокупного потребления будет достаточно плавным.

Значительную поддержку потреблению может оказать расширение розничного кредитования, которое с начала 2012 г. ежемесячно прирастает на 40-50% г/г (в 1П11 темпы прироста были от 16% до 30%). Основная причина очередной волны кредитного бума заключается в росте потребительской уверенности, связанной в том числе с увеличением доходов работников бюджетного сектора и общего роста госрасходов в 1П12 (за январь-июнь 2012 исполнено 46,7% госрасходов, за аналогичный период 2011 г. – 42,7%). В связи с эффектом переноса госрасходов на начало года и ухудшением перспектив роста доходов населения мы полагаем, что экспоненциального роста потребительского кредитования не будет.

Диаграмма 14. Индекс потребительской уверенности, 2007-2012 гг.


Источник: Росстат

Диаграмма 15. Потребительское кредитование, 2010-2012 гг.


Источник: Росстат, данные Газпромбанка

Динамика оборота розничной торговли все это время следовала за доходами населения. В 1П12 розничные продажи выросли на 7,1% г/г (в 1П11 – 5,4%) до 9,75 трлн руб. Продажи непродовольственных товаров увеличились на 9,2% г/г за 1П12, в то время как в 1П11 эта цифра была на 0,7 п.п. выше.



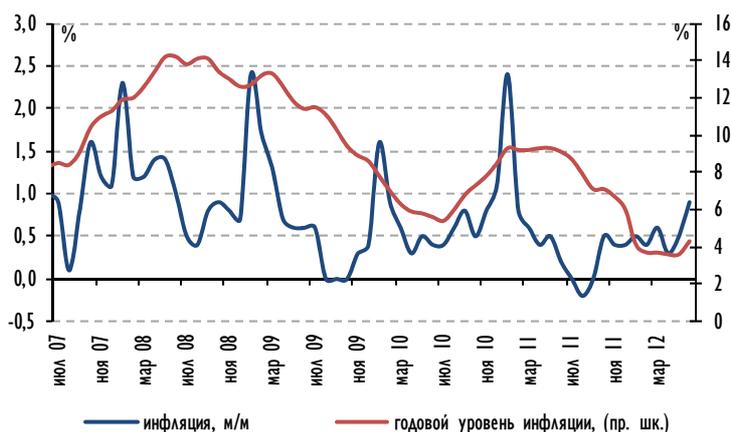
В силу описанных выше рассуждений мы полагаем, что в 2012 г. Россия не получит прошлогоднего 7%-ного прироста розничного товарооборота, ожидаем, что итоговая цифра составит 6,5-6,7% г/г. Это, в свою очередь, предполагает годовой прирост реального совокупного потребления не более 4,5% (в 2011 г. – 5,3%).

Инфляция: повышение тарифов – не единственный фактор риска

Потребительская инфляция все еще остается на самом низком за всю новую историю России уровне. В этом отношении переломным был 2011 год: тогда инфляционное давление ослабло за счет низкого прироста цен на продовольствие и тарифов на услуги, а также благодаря возросшей гибкости валютной политики ЦБ. Однако перспективы 2012 г. строились, исходя из совершенно других предпосылок.

В течение всего 1П12 регулятор отмечал неопределенность эффекта переноса повышения тарифов на 1 июля 2012 г. К всеобщему удивлению рост цен начался еще за неделю до этого знаменательного события: ИПЦ прибавил 0,4%, что обеспечило июньскую инфляцию на уровне 0,9% м/м. Ее годовой уровень достиг 4,3% против майского показателя в 3,6%.

Диаграмма 16. Годовой уровень инфляции, 2007-2012 гг.

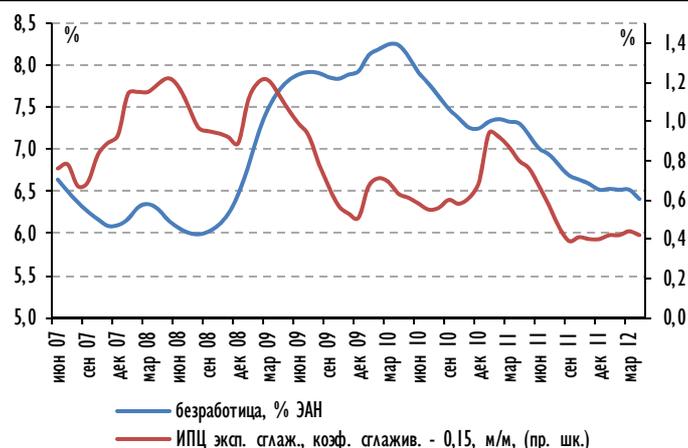


Источник: Росстат, расчеты Газпромбанка

В 2010-2011 гг. повышение тарифов с 1 января добавляло примерно 1,3-1,5 п.п. к «очищенному» уровню инфляции. В июле 2012 г. ситуация будет «сглажена» сезонным замедлением экономической активности, мы полагаем, что по итогам месяца цены вырастут примерно на 1,2-1,5% м/м. Таким образом, годовой уровень инфляции достигнет 5,5-5,8% – весьма близко к ориентиру ЦБ на 2012 г. Мы полагаем, что до конца 2012 г. свою актуальность сохранят такие компоненты инфляционного риска, как распределение эффекта переноса повышения тарифов на весь ЗК12 и ухудшение показателей сельскохозяйственного урожая на 10-15% относительно 2011 г. (как по валовому сбору зерновых, так и по урожайности).

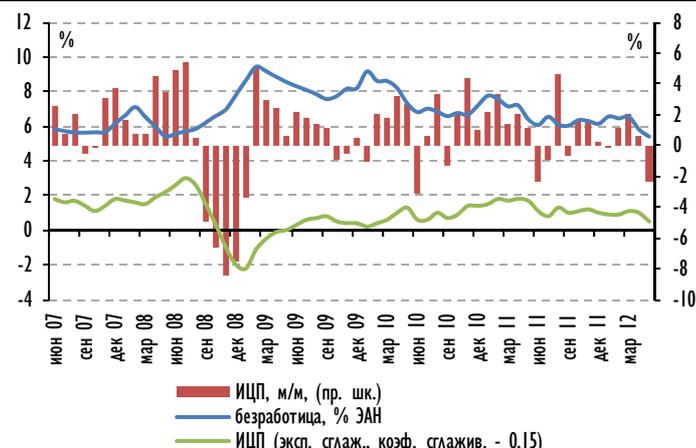


Диаграмма 17. Темпы прироста инфляции и безработицы, 2007-2012 гг.



Источник: Росстат, расчеты Газпромбанка

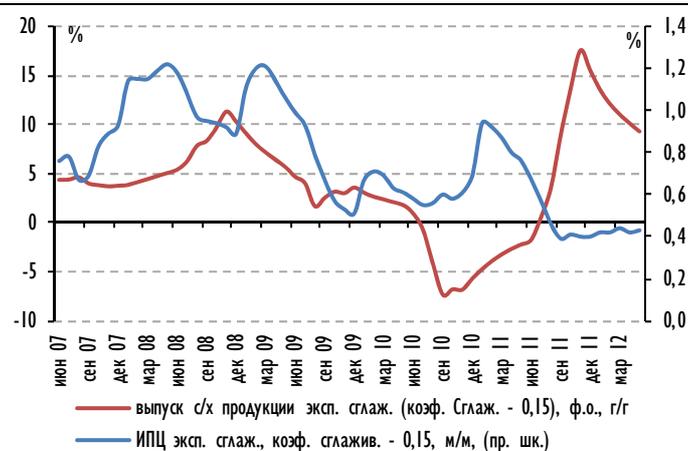
Диаграмма 18. Темпы прироста безработицы и цен производителей, 2007-2012 гг.



Источник: Росстат, данные Газпромбанка

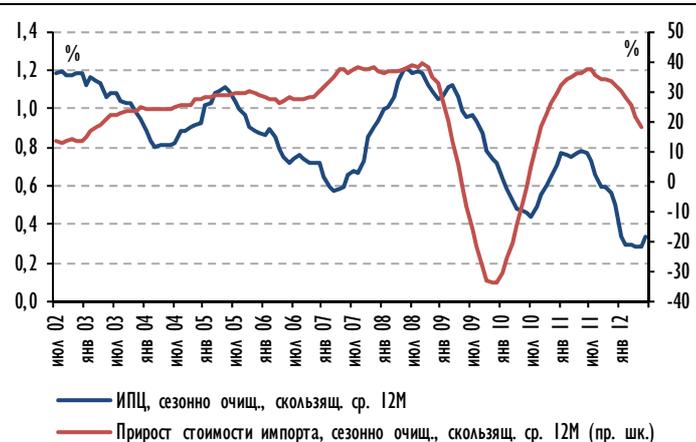
Цены производителей в 1К12 выросли всего на 0,9%, во 2К12 – на 0,3% к декабрю 2011 г.: налицо признаки снижения активности в производственной сфере (и оптовой торговле). Учитывая тесную взаимосвязь между производственной инфляцией и безработицей, мы полагаем, что при росте числа безработных до 6,0% от ЭАН цены производителей по итогам года прирастут на 4,8–5,0%.

Диаграмма 19. Инфляция и выпуск сельскохозяйственной продукции, 2007-2012



Источник: Росстат, расчеты Газпромбанка

Диаграмма 20. Темпы прироста импорта и инфляция, 2002-2012 гг.



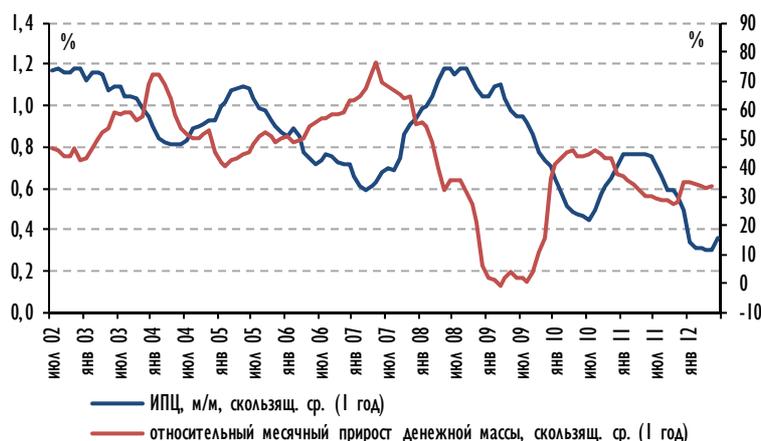
Источник: ЦБ РФ, Росстат, данные Газпромбанка

На наш взгляд, влияние девальвации рубля в конце 2К12 на прирост потребительских цен будет существенно меньше, чем это было в 2008, 2009 и даже 2011 гг. Это является следствием не только гибкой курсовой политики ЦБ РФ, но и результатом разворота долгосрочной тенденции роста импорта еще в 3К11, которая, видимо, сохранится до конца 2012 г.

Инфляция также зависит от механизма таргетирования денежной массы через управляемые (со стороны ЦБ) компоненты денежной базы. По нашим оценкам, при увеличении годовой средней скользящей инфляции (рассчитанной в терминах м/м) на 1 п.п. аналогичное сокращение 12-месячного среднего прироста денежной массы должно составить не менее 0,52%. Кроме того, учитываются предыдущие изменения М2 и последующие отклики на них со стороны ИПЦ.



Диаграмма 21. Механизм таргетирования денежной массы, 2002-2012 гг.



Источник: Росстат, расчеты Газпромбанка

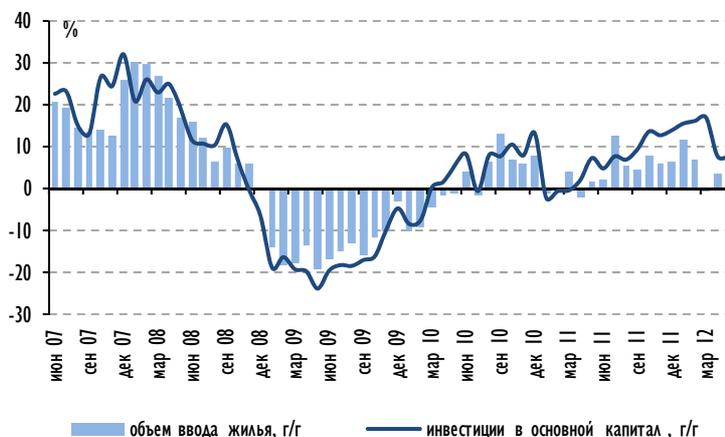
Следуя этой логике, мы полагаем, что у Банка России все еще достаточно ресурсов для удержания инфляции по итогам 2012 г. на уровне 6,0% (через механизмы сокращения денежной базы относительно денежной массы).

Инвестиции: ТЭК доминирует, но растет доля обрабатывающих отраслей

Валовые инвестиции формируют от 15% до 20% итогового экономического роста, в т.ч. инвестиции в основной капитал приносят от 10% до 15%. Последние достигли предкризисного уровня 2К08 только во 2П11, до этого восстановление было неуверенным (среднемесячный прирост за 1К10–2К11 – 3,1%). По итогам 1П12 инвестиции выросли на 10,2% г/г (1П11 – 1,9%), в т.ч. во 2К12 – на 6,6% (2К11 – 4,3%).

С точки зрения источников финансирования инвестиций доминировали собственные ресурсы предприятий (50,6% в 1К12, 48,6% в 1К11), на государственный бюджет приходится около 11,0% (в 1К11 – 13,0%), банковские кредиты обеспечили 5,3% всех капвложений (1К11 – 4,9%). Реальная доля государственного участия может оказаться несколько выше, учитывая тот факт, что государству принадлежит более 9% всех предприятий и организаций, основная масса которых относится к категориям «крупные» и «крупнейшие».

Диаграмма 22. Инвестиции в основной капитал и объем ввода жилья в эксплуатацию, 2007-2012 гг.



Источник: Росстат, данные Газпромбанка

В отраслевом разрезе в 1К12 значительный рост наблюдался в сельском хозяйстве, добывающих отраслях, обрабатывающей промышленности, сфере



ЖКХ. Устойчиво высокая динамика наблюдается по индикатору «объем ввода жилья в эксплуатацию», с начала 2012 г. этот показатель увеличился на 4%. В то же время доля инвестиций в жилье в общем объеме сократилась до 4,0% — самого низкого показателя с 2005 г.

Диаграмма 23. Отраслевая структура вклада в прирост инвестиций в основной капитал в 1К12 (16,8% г/г)

Диаграмма 24. Отраслевая структура вклада в прирост инвестиций в основной капитал в 1К11 (1,9% г/г)



Источник: Минэкономразвития

Источник: Минэкономразвития

В 2012 г. наметилась тенденция опережающего роста инвестиций в машиностроение, их доля в общем объеме составила 36,4%, что является максимальным значением с 1К06. Зависимость России от инвестиционного импорта немного снижается. Доля инвестиций в импортные машины, оборудование и транспортные средства составила 16,2% (или 2,4 млрд дол.) — минимум с начала 2006 г. Доля капитальных вложений в здания (кроме жилых) и сооружения в общем объеме инвестиций составила почти 50,0% — это практически докризисный уровень 2008 г.

Опережающими темпами росли инвестиции в основной капитал химического производства (на 62,0%), текстильного и швейного производства (на 65,1%), обработки древесины и производства изделий из дерева (на 38,2%). Возобновился рост капитальных вложений в основной капитал сельского хозяйства (прирост на 18,4% после сокращения на 5% в 4К11).

Диаграмма 25. Структура госинвестиций (в соответствии с бюджетной росписью), 2011-2012 гг.



Источник: Минфин, расчеты Газпромбанка



Однако, несмотря на заметные успехи отраслей обрабатывающей промышленности, лидером по абсолютному показателю инвестированных средств остается ТЭК, который в 1К12 прирос на 31,6% г/г. Опережающими темпами увеличивались инвестиции в основной капитал газовой отрасли: добыча – на 91,0% , транспортировка – на 43,0%.

В нефтяной отрасли при росте инвестиций в добычу сырой нефти на 18,7%, инвестиции в транспортировку сократились на 35,2%. Рост инвестиций в электроэнергетике на 21,9% обусловлен увеличившимися капвложениями в производство электроэнергии на 31,0%, в распределение и торговлю электроэнергией – на 30,2%.

В соответствии с действующими приоритетами бюджетной политики мы полагаем, что в 2012–2013 гг. основной вклад в инвестиции внесут нефтегазовый и инфраструктурный комплексы. Последний устойчиво доминирует в структуре расходов федерального бюджета на национальную экономику и ЖКХ. Так, на дорожное хозяйство планируется в 2012 г. выделить до 22,0% расходов от суммы двух статей (экономика + ЖКХ). В 2011 г. эта цифра составляла около 18,0%. Мы оцениваем темпы роста инвестиций в основной капитал на уровне 7,0% в 2012 г. и 7,5% – в 2013 г.

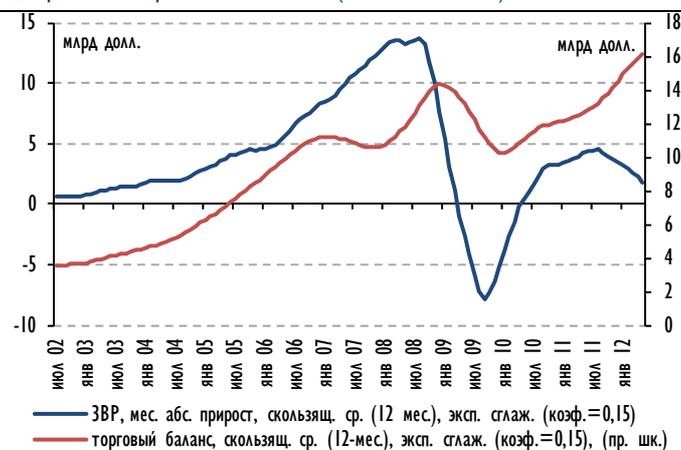
Счет текущих операций: снижение устойчивости к волатильности цен на нефть

Чистый экспорт традиционно привносит порядка 10-12% в итоговый показатель экономического роста. Кроме того, источником расширения совокупного потребления являются высокие экспортные доходы.

Последние опубликованные данные статистики платежного баланса свидетельствуют о существенном снижении счета текущих операций (2К12/2К11: -12,3%).

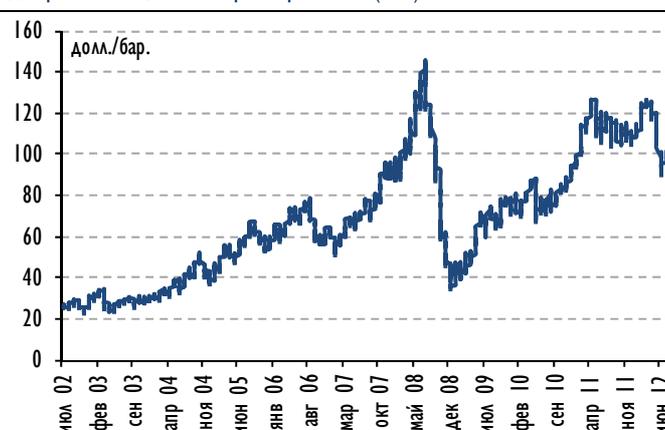
Главным фактором, оказавшим негативное влияние на счет текущих операций, стал возросший дефицит баланса инвестиционных доходов. Во 2К12 он уменьшился на 8,4% до -19,6 млрд долл. (при этом в 1К12 снижение составило 10,2%). Дефициты баланса услуг (-9,4 млрд долл.) и баланса оплаты труда (-3,1 млрд долл.) существенно увеличились относительно 2011 г. (на 13,0% и 23,3% соответственно).

Диаграмма 26. Торговый баланс и ЗВР (очищенные данные), 2002-2012



Источник: ЦБ РФ, расчеты Газпромбанка

Диаграмма 27. Цена на нефть марки Brent (спот), 2002-2012



Источник: Thomson Reuters



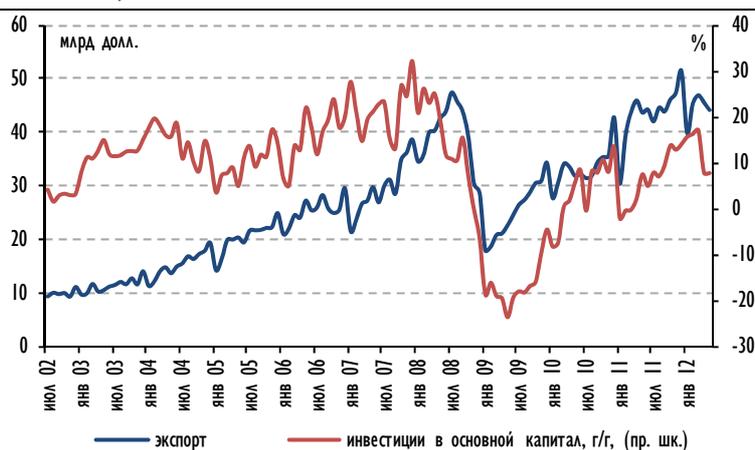
Таблица 5. Показатели платежного баланса, млрд долл.

	1К11	2К11	3К11	4К11	2011	1К12	2К12	1К12/1К11	2К12/2К11	1П12/1П11
Счет текущих операций	30,8	21,9	17,8	28,3	98,8	39,3	19,2	27,6%	-12,3%	11,0%
торговый баланс	48,2	50,7	45,2	54,2	198,2	59	51,1	22,5%	0,9%	11,4%
экспорт	113,2	133,7	130,4	144,7	522,0	131,9	132,8	16,5%	-0,7%	7,2%
нефть и нефтепродукты	60,3	72,2	70,1	74,9	277,5	71,8	72	19,0%	-0,3%	8,5%
газ	16,6	15,8	12,4	19,5	64,3	18,9	13,6	14,2%	-14,1%	0,3%
импорт	-65,1	-83,0	-85,2	-90,5	-323,8	-73	-81,7	12,2%	-1,6%	4,4%
баланс услуг	-6,4	-8,3	-11,5	-9,8	-35,9	-7,8	-9,4	22,3%	13,0%	17,0%
баланс оплаты труда	-1,9	-2,5	-2,6	-2,5	-9,5	-2,5	-3,1	34,4%	23,3%	28,0%
баланс инвестиционных доходов	-8,1	-18,1	-11,7	-12,9	-50,7	-8,9	-19,6	10,2%	8,4%	9,0%
Счет операций с капиталом	-16,0	-8,9	-20,2	-31,0	-76,2	-4,8	0			
финансовый счет	-16,0	-8,9	-20,2	-31,0	-76,1	-23,4	2,6			
государственный сектор	-0,3	-1,7	-0,9	-1,0	-3,9	3,2	5,4			
обязательства	0,2	0,1	-1,6	-0,1	-1,4	0,7	6,5			
активы	-0,5	-1,8	0,7	-0,9	-2,5	2,5	-1,1			
банки	-7,3	-1,7	-8,4	-6,7	-24,2	-9,7	11,6			
обязательства	2,8	6,2	-2,9	1,8	7,9	0,4	5,1			
активы	-10,0	-7,9	-5,5	-8,5	-32,0	-10,1	6,5			
сектор нефинансовых корпораций	-8,5	-5,4	-10,9	-23,2	-48,0	-16,8	-14,4			
обязательства	14,9	19,7	8,5	19,1	62,2	10,1	16,7			
прямые инвестиции	15,3	10,0	9,6	12,3	47,3	11	5,6			
портфельные инвестиции	1,6	-1,0	-4,1	-2,8	-6,4	-1,5	-2,1			
активы	-23,3	-25,1	-19,4	-42,3	-110,2	-26,9	-31,1			
прямые инвестиции	15,5	-17,5	-11,0	-22,2	-66,3	-10,8	-17,1			
портфельные инвестиции	-0,1	-2,5	-1,1	-1,5	-5,1	-0,1	-0,2			
Чистые ошибки и пропуски	-4,7	-0,1	0,6	-5,8	-10,0	-6,4	-6,8			
Изменение резервных активов	-10,1	-12,9	1,8	8,6	-12,6	-4,6	-15			

Источник: ЦБ РФ, Газпромбанк

Положительное сальдо торгового баланса в 1К12 составило 59,0 млрд долл. (+22,4% г/г), во 2К12 опустилось до 51,1 млрд долл. (+0,9% г/г). Стоимостные объемы экспорта во 2К12 снизились на 0,7% г/г, при этом за период с начала года отмечен прирост на 7,2%.

Диаграмма 28. Экспорт и инвестиции в основной капитал, 2002-2012



Источник: Росстат, ЦБ РФ

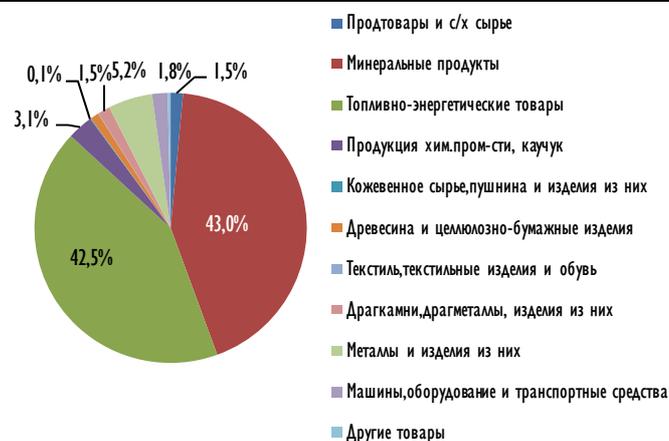
Учитывая традиционно сильную взаимосвязь российского экспорта и инвестиций в основной капитал, можно отметить, что на фоне ухудшения внешнеэкономической конъюнктуры должно произойти замедление прироста капиталовложений. Аналогичная ситуация должна складываться и с объемом прироста денежной массы (нет прироста валютной выручки – нет рублевой эмиссии). Однако к концу года эта зависимость может быть смещена в пользу внутренних факторов (равновесия на внутреннем товарном рынке). Мы полагаем, что это будет способствовать ослаблению взаимосвязи между экономикой и внешними драйверами.



С точки зрения отраслевой структуры экспорта также произошли определенные изменения. За январь-май 2012 г. физические объемы продукции топливно-энергетического комплекса выросли на 2,2% относительно аналогичного периода 2011 г. При этом сократились объемы экспорта в ДЗ, в т.ч.: нефти – на 1,2%, дизельного топлива – на 11,9%, электроэнергии – на 30,2%. Физические объемы вывоза черных металлов и изделий из них выросли на 8,7%, а продукции химической промышленности – на 8,5%. Экспорт продовольствия увеличился в 6,7 раза, в основном за счет поставок зерна, которые в январе-мае 2011 г. не осуществлялись.

К сожалению, возросшие объемы капитальных и валовых инвестиций в машиностроительный комплекс (в 1К12 на 32% г/г в номинальном выражении) пока еще не выразились в форме улучшения структуры отечественного экспорта. Учитывая наше видение развития ситуации на глобальном рынке нефти, мы оцениваем годовой прирост экспорта вблизи отметки 2,0%.

Диаграмма 29. Товарная структура экспорта в страны дальнего зарубежья, янв-май 2012 г.



Источник: ФТС России, расчеты Газпромбанка

Диаграмма 30. Товарная структура экспорта в страны СНГ, янв-май 2012 г.



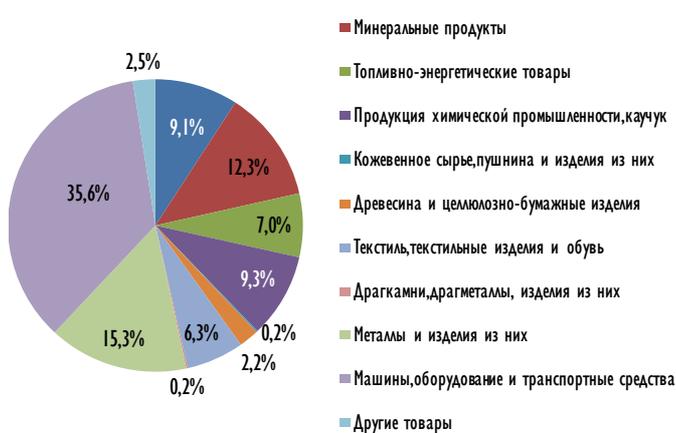
Источник: ФТС России, расчеты Газпромбанка

Диаграмма 31. Товарная структура импорта из стран дальнего зарубежья, янв-май 2012 г.



Источник: ФТС России, расчеты Газпромбанка

Диаграмма 32. Товарная структура импорта из стран СНГ, янв-май 2012 г.



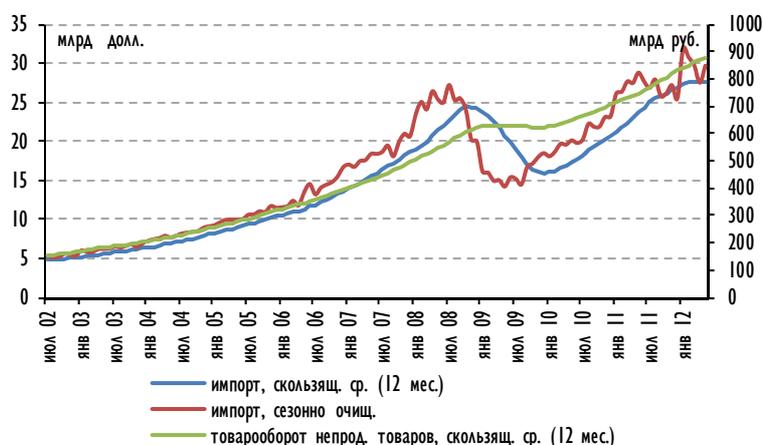
Источник: ФТС России, расчеты Газпромбанка



Импорт в январе-мае 2012 г. составил 119,9 млрд дол., что на 5,2% больше, чем за аналогичный период 2011 г. Ввоз легковых автомобилей за указанный период увеличился на 19,1%, грузовых – на 24,0%. Объемы поставок продовольствия упали на 22,2%, снизился также импорт продукции текстильной промышленности: хлопчатобумажные ткани – на 28,3%, обуви – на 15,1%.

Учитывая, что данный показатель является наиболее чувствительным к изменению совокупного потребления (наш прогноз на 2012 г. – 4,5% против 5,3% в 2011 г.), можно сделать вывод о вероятном торможении ввоза товаров. Анализ сопоставимых месячных данных (импорт и товарооборот непродовольственных товаров) позволяет предположить, что июль станет поворотной точкой в динамике совокупного потребления. Экстраполяция текущей тенденции на конец года указывает на прирост товарного импорта на уровне не выше 10,0% г/г.

Диаграмма 33. Импорт и товарооборот непродовольственных товаров (очищенные данные), 2002-2012 гг.

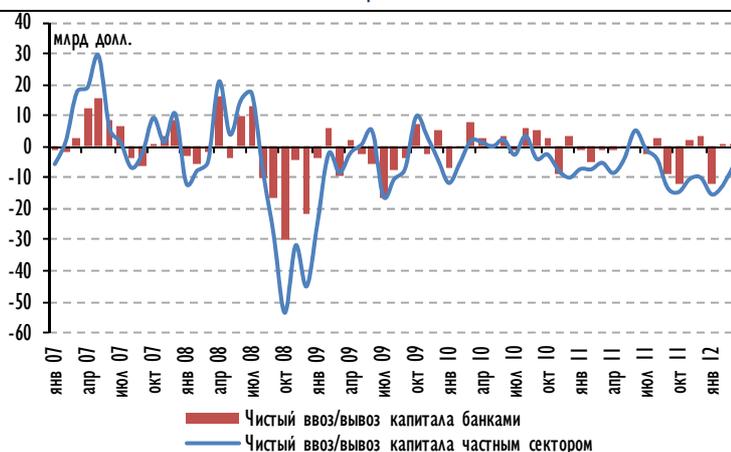


Источник: Росстат, ЦБ РФ

Счет операций с капиталом: баланс за счет торможения чистого оттока

При анализе драйверов экономического роста динамике сальдо счета операций с капиталом отводится второстепенная роль, поскольку прямой связи между ними нет: экономика может уверенно расти как при чистом притоке капитала, так и в случае его оттока. Возможна также ситуация, при которой страна имеет два профицитных счета (например, 2К08 в России), однако последнее является свидетельством сильного перегрева экономики.

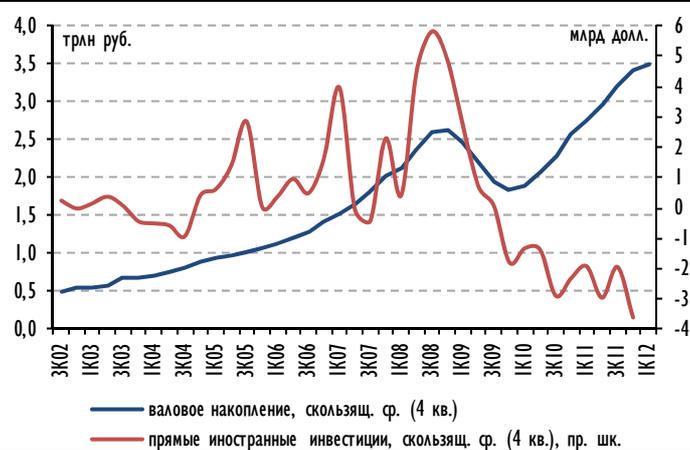
Диаграмма 34. Чистый отток капитала частного сектора, 2007-2012 гг.



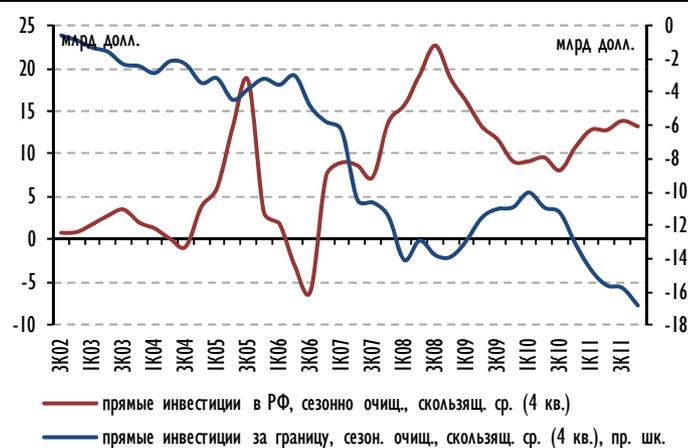
Источник: Росстат, ЦБ РФ

По итогам 2К12 счет операций с капиталом оказался близок к нулю, по финансовому счету был отмечен профицит, равный 2,6 млрд долл., хотя еще в 1К12 был дефицит (-23,4 млрд долл.). Чистый отток капитала частного сектора затормозился и по итогам 2К12 составил -9,5 млрд долл. (-34,0 млрд долл. в 1К12), в банковском секторе был зафиксирован приток (11,6 млрд долл.).

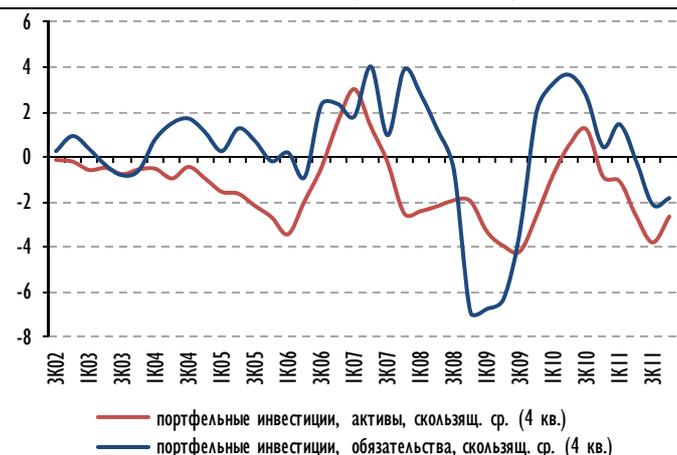
Согласно заявлениям официальных представителей Банка России чистый отток капитала должен к концу года «обнулиться» и даже смениться небольшим притоком. Однако отдельные фундаментальные макроэкономические показатели (инвестиции, промпроизводство) начинают демонстрировать замедление. В течение 2П12 структурные сдвиги в экономике еще не успеют проявить себя, а улучшение институциональной среды и инвестиционного климата в целом вообще является долгосрочной перспективой. В этой связи мы полагаем, что потоки капитала еще не раз поменяют направление движения, а к концу года Россия все же получит чистый отток, эквивалентный 70 млрд долл.

Диаграмма 35. Прямые иностранные инвестиции и валовое накопление, 2002-2012


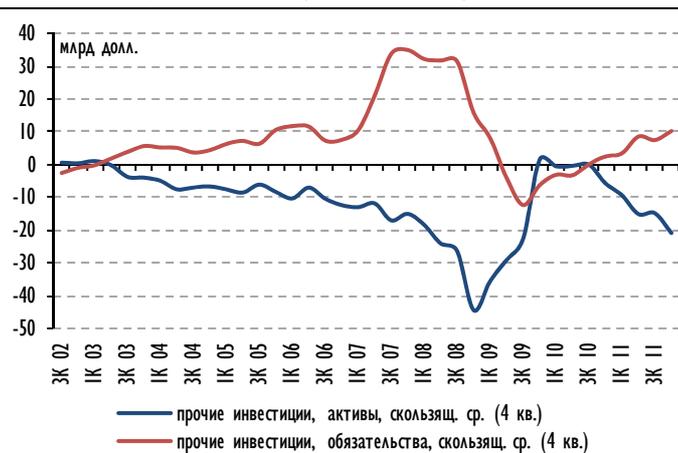
Источник: ЦБ РФ, расчеты Газпромбанка

Диаграмма 36. Распределение прямых иностранных инвестиций на активы и обязательства, 2002-2012


Источник: ЦБ РФ, расчеты Газпромбанка

Диаграмма 37. Портфельные инвестиции (очищенные данные), 2002-2012


Источник: ЦБ РФ, расчеты Газпромбанка

Диаграмма 38. Прочие инвестиции (очищенные данные), 2002-2012


Источник: ЦБ РФ, расчеты Газпромбанка

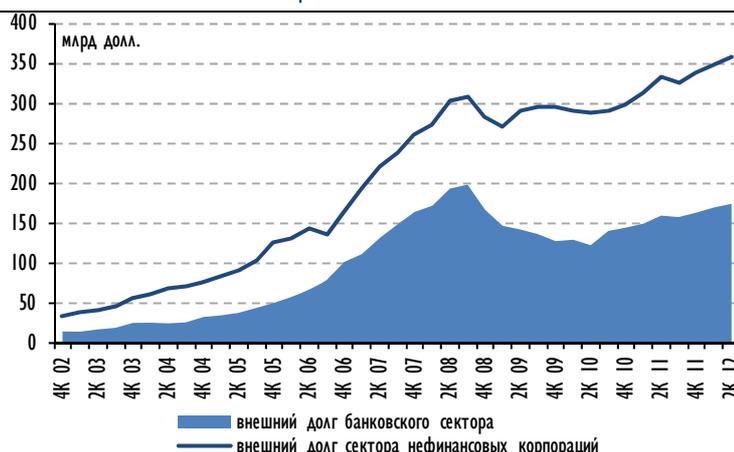
По итогам 2К12 прямые иностранные инвестиции в реальный сектор экономики сократились на 44,3% г/г или 49,1% кв/кв. При этом обратный процесс остался на том же уровне: за апрель-июнь российские инвесторы вложили в иностранные активы около 17,1 млрд долл. (во 2К11 – 17,5 млрд долл.). После кризиса 2008 г. прямые иностранные инвестиции перестали быть значимым источником



валового накопления основного капитала. В 2010 г. динамика этих двух показателей оторвалась друг от друга и стала практически независимой.

Прирост портфельных инвестиций во 2К12 в секторе нефинансовых корпораций остается отрицательным: обязательства сократились на 2,1 млрд долл. (2К11: -1,0 млрд долл.), а активы – на 0,2 млрд долл. (2К11: -2,5 млрд долл.). Прочие инвестиции, а также ссуды и займы демонстрируют медленный годовой рост, однако по факту во 2К12 реальному сектору удалось нарастить иностранных кредитов всего на 5,2 млрд долл.

Диаграмма 39. Внешний долг частного сектора, 2002-2012 гг.



Источник: Росстат, ЦБ РФ

Внешний долг частного сектора по состоянию на 1 июля 2012 г. вырос на 8,4% к уровню годичной давности и на 6,2% с начала года. Обязательства банковского сектора увеличились на 9,4% г/г (6,8% с начала года), прирост внешней задолженности реального сектора составил 7,8% г/г (5,9% с начала года).

В абсолютном выражении негосударственный внешний долг составляет 532 млрд долл., что на 27,1 млрд долл. больше предкризисного максимума 3К08 (504,9 млрд долл.). Однако с точки зрения структуры долга позитивные изменения 2010-2011 гг. все же закрепились. Доля краткосрочных обязательств снизилась до 13%, в то время как в докризисный период она превышала 20%. Несмотря на высокий номинальный уровень долга, темпы его прироста существенно замедлились и не превышают 3% кв/кв (в докризисный период они стабильно держались в районе 10-15%).

С учетом прироста ВВП, равного примерно 4,0% г/г, и поддержания годового прироста положительного сальдо торгового баланса на уровне около 10,0% г/г, частный сектор может нарастить внешние обязательства еще на 100,0-150,0 млрд долл. за три года без существенного увеличения риска дефолта.

Федеральный бюджет-2012 особых опасений не вызывает

В последнее время в качестве приоритета бюджетной политики все чаще отмечается снижение нефтегазового дефицита. Необходимым условием достижения данной цели является жесткое исполнение государственных расходов. Однако излишне консервативная политика несет в себе серьезные риски: недостаток госрасходов способен отпугнуть частных инвесторов. Это в свою очередь снижает перспективы роста доходов госбюджета со всеми вытекающими последствиями.

По итогам 1П12 бюджет исполняется с профицитом, равным 247,4 млрд руб., при этом первичный профицит составляет 402,9 млрд руб., а нефтегазовый дефицит – 2,98 трлн руб. Объем поступивших доходов за 1П12 достиг 48,9% к уточненной росписи (или 6,20 трлн руб.), кассовое исполнение расходов – 46,7% (или 5,95 трлн руб.).

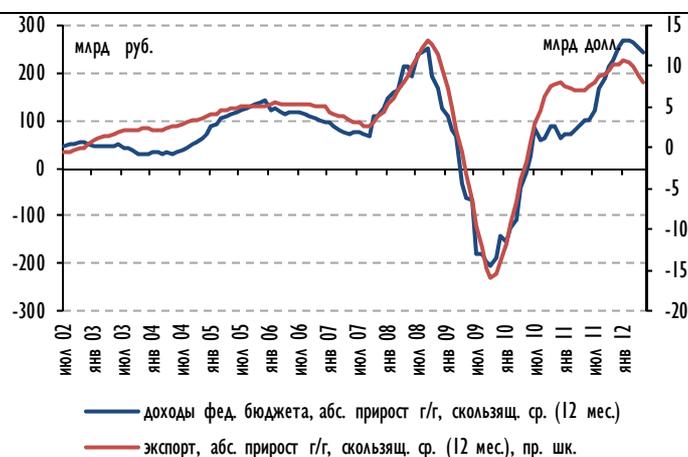


Таблица 6. Показатели исполнения федерального бюджета РФ, 2011-2012 гг., млрд руб.

	2011				год (факт)	2012			
	июнь	янв-июн	янв-июн, % кассового исполнения	янв-июн, % фактического исполнения		июнь	янв-июн	янв-июн, % кассового исполнения	год (ФЗ)
ДОХОДЫ, всего	1104,1	5304,2	51,5	46,7	11366,0	1116,6	6199,9	48,9	12677,0
Нефтегазовые доходы	473,4	2540,4	48,6	45,0	5641,8	538,0	3226,1	50,5	6383,3
Ненефтегазовые доходы	371,6	2130,8	54,5	37,2	5724,2	578,5	2973,8	47,3	6293,7
РАСХОДЫ, всего	849,2	4664,0	42,3	42,7	10935,2	1001,3	5952,5	46,7	12745,1
Процентные расходы	9,4	108,2	30,9	41,2	262,7	26,9	155,5	40,6	388,0
Непроцентные расходы	839,8	4555,8	42,7	42,7	10672,5	974,4	5797,0	46,9	12357,1
ДЕФИЦИТ (-), ПРОФИЦИТ (+)	254,9	640,2			430,8	115,3	247,4		-68,1
Первичный профицит / дефицит	264,3	748,4			693,5	142,2	402,9		319,9
Нефтегазовый профицит / дефицит	-477,6	-2533,2			-5211,0	-422,8	-2978,7		-6451,4

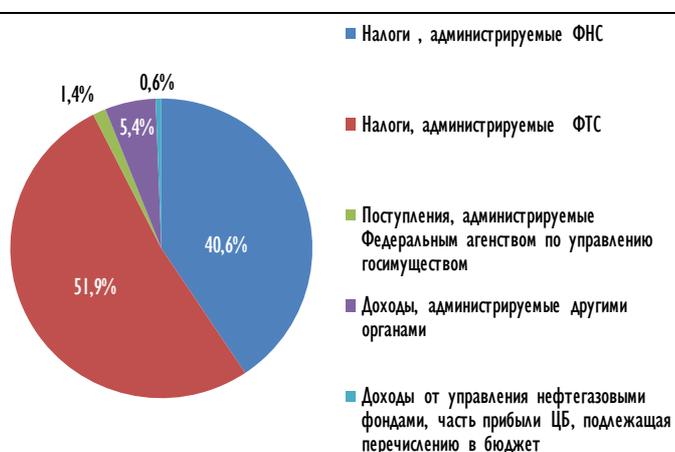
Источник: Минфин, Газпромбанк

Диаграмма 40. Доходы федерального бюджета и экспорт (очищенные данные), 2002-2012 гг.



Источник: Минфин, ЦБ РФ, расчеты Газпромбанка

Диаграмма 41. Плановая структура доходов федерального бюджета, 2012 г.



Источник: Минфин, расчеты Газпромбанка

Относительно результатов 2011 г. совокупные доходы федерального бюджета за полгода выросли на 16,9%, в т.ч. нефтегазовые на 27%. Прирост расходной части составил 27,6%. Благоприятная внешнеэкономическая конъюнктура способствовала усилению зависимости российского бюджета от мировых цен на нефть. Так, ненефтегазовый дефицит продолжает увеличиваться, за январь-июнь 2012 – на 17,6% относительно аналогичного периода 2011 г.

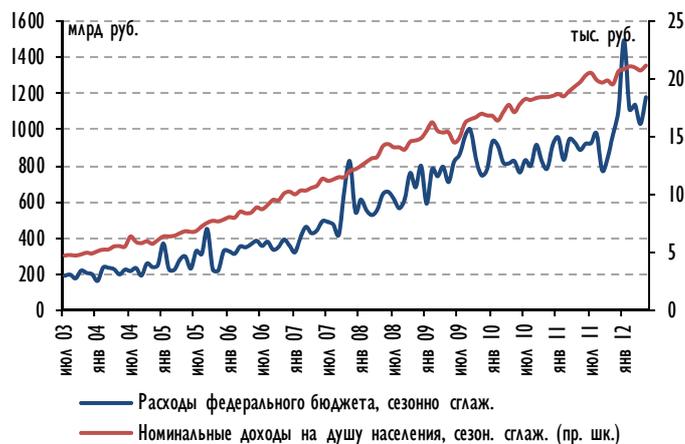
Прогнозный показатель цены на нефть марки Urals, используемый при составлении федерального бюджета, существенно вырос: с 75 долл./бар. в 2011 г. до 100 долл./бар. в 2012 г. Недавно принятые бюджетные правила должны упорядочить процесс прогнозирования доходов и сделать бюджет более консервативным.

Учитывая наш базовый прогноз по цене на нефть марки Urals (среднегодовой показатель – 107 долл./бар.), мы оцениваем совокупные доходы федерального бюджета-2012 в 12,38 трлн руб., в т.ч. 6,09 трлн руб. нефтегазовые доходы (ниже цифры, указанной в 371-ФЗ на 290 млрд руб.).

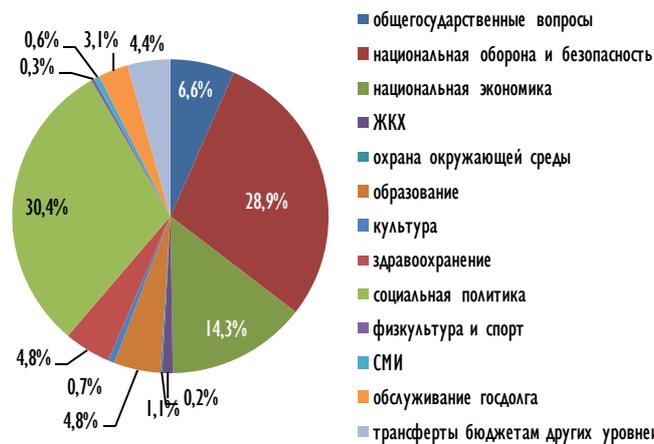


Диаграмма 42. Расходы федерального бюджета и номинальные доходы на душу населения (очищенные данные), 2003-2012 гг.

Диаграмма 43. Плановая структура расходов федерального бюджета, 2012 г.



Источник: Росстат, Минфин, расчеты Газпромбанка



Источник: Минфин, расчеты Газпромбанка

Все же сокращение доходов бюджета, обусловленное ухудшением внешнеэкономической конъюнктуры, не будет критическим. Мы полагаем, что расходные обязательства федерального бюджета будут исполнены в полном объеме (12,7 трлн руб.). Последнее обстоятельство поддержит рост номинальных доходов населения (на 8-10%), что в свою очередь будет способствовать удержанию прироста совокупного потребления не ниже 4,5% г/г.

В структуре расходов федерального бюджета доминируют статьи на национальную оборону, безопасность и правоохранительную деятельность (3,7 трлн руб. или 29% от общей суммы расходов, прирост в абсолютном выражении в 2012 г. – 32,5% г/г). На национальную экономику и ЖКХ планируется направить до 15% всех расходов (или 1,9 трлн руб.).

Таблица 7. Анализ чувствительности бюджетного дефицита к изменению среднегодовой цены на нефть (Urals)

	Цена на нефть марки Urals, долл./бар.					
	105	100	95	90	85	80
Доходы, всего, трлн. руб.	12,4	12,2	12,0	11,8	11,6	11,4
Нефтегазовые доходы, трлн. руб.	6,1	5,9	5,7	5,5	5,3	5,1
Дефицит/ профицит, трлн. руб.	-0,4	-0,5	-0,7	-0,9	-1,2	-1,4
Дефицит/ профицит, % ВВП	-0,6%	-1,0%	-1,4%	-1,9%	-2,5%	-3,2%

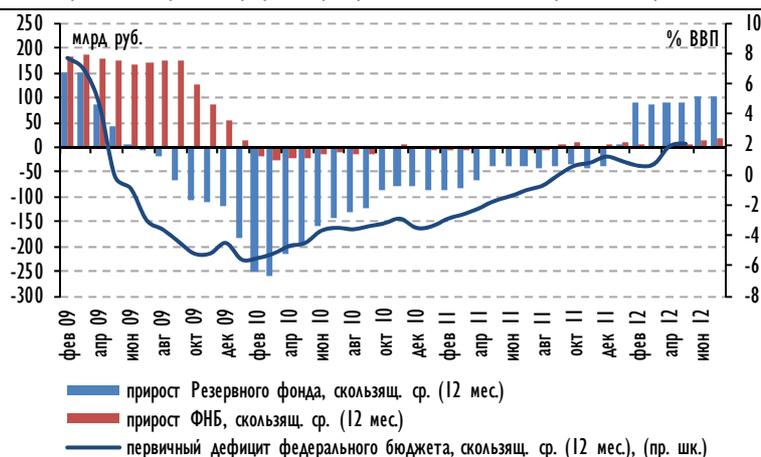
Источник: Минфин, Газпромбанк

Проведенный нами анализ чувствительности бюджетного дефицита к изменению цены на нефть продемонстрировал отсутствие серьезных рисков для операционного исполнения бюджета в 2012 г. При снижении среднегодового уровня цены на нефть (Urals) до 105 долл./бар. государство не досчитается 400 млрд руб., т.е. дефицит федерального бюджета составит около 0,6% ВВП.

Мы полагаем, что снижение среднегодового уровня цены на нефть ниже 100 долл./бар. маловероятно, но даже в этом случае дефицит будет около 500 млрд руб., в относительном выражении – 1,0% ВВП (модель учитывает снижение номинального объема ВВП в случае ухудшения внешнеэкономической конъюнктуры). Одной из причин высокой устойчивости бюджета к осложнению ситуации на глобальном рынке нефти является гибкая валютная политика ЦБ: девальвация рубля компенсирует существенную часть бюджетных потерь вследствие сокращения домарового эквивалента нефтегазовых доходов.



Диаграмма 44. Первичный дефицит/ профицит федерального бюджета и нефтегазовые фонды, 2009-2012 гг.



Источник: Минфин, ЦБ РФ

Объем нефтегазовых фондов РФ по состоянию на 1 июля 2012 г. достиг 4,8 трлн руб., что на 25% меньше исторического максимума (6,4 трлн руб. – на 1 мая 2009 г.). Более 58% совокупного объема приходится на Фонд национального благосостояния (ФНБ), что эквивалентно 2,8 трлн руб. Резервный Фонд, средства которого могут использоваться на финансирование чрезвычайных бюджетных расходов, достиг 1,99 трлн руб. По официальной информации, деньги Резервного Фонда в 2012 г. направлялись только на оказание материальной помощи пострадавшим от наводнения на Кубани (в объеме 3,8 млрд руб.).

Мы полагаем, что до конца 2012 г. основными рисками исполнения бюджета остаются: высокая зависимость от нефтегазовых доходов, незапланированный рост расходов в конце года, дополнительное давление на долговой рынок с учетом амбициозных планов Минфина по размещению ОФЗ. Сальдо внутреннего долга на 2П12 запланировано на уровне 328 млрд руб. (в т. ч. привлечение – чуть более 1,0 трлн руб., погашение – 676,8 млрд руб.). Необходимость осуществления внутренних заимствований, на наш взгляд, определяется не только величиной бюджетного дефицита (оценка 371-ФЗ – 68,1 млрд руб., наш прогноз -0,4 трлн руб.), но и потребностью пополнения нефтегазовых фондов на «черный день».



Приложение 1. Сводный прогноз макроэкономических показателей России

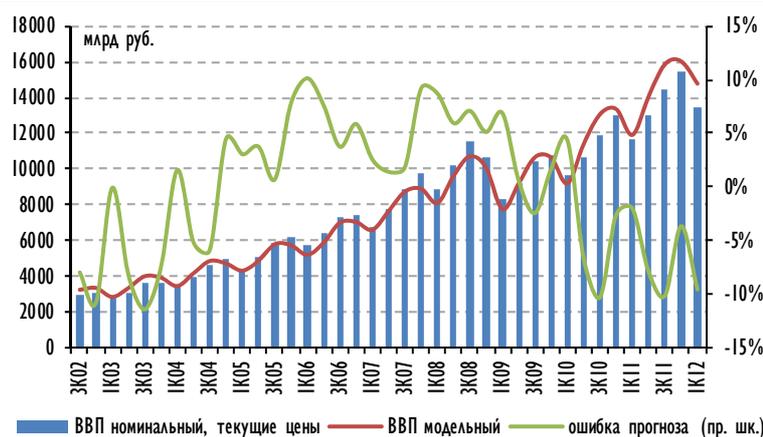
	2010	2011	2012				год	2013
			1К	2К	3К	4К		
Номинальный ВВП, трлн руб.	45,2	54,6	13,5	15,9	16,2	16,2	61,8	64,0
ВВП, прирост ф.о., %, г/г	4,3	4,3	4,9	3,7	3,5	3,3	3,8	4,0
Совокупное потребление, %, г/г	3,3	5,3	4,8	4,6	4,4	4,3	4,5	5,0
Инвестиции в основной капитал, %, г/г	5,8	8,0	15,0	7,0	5,0	5,5	7,0	7,5
Инфляция (ИПЦ), %, г/г	8,8	6,1	3,7	4,3	6,5	6,0	6,0	5,7
Инфляция производственная (ИЦП), %, г/г	16,7	12,0	7,4	4,1	3,5	5,0	4,8	4,5
Безработица, % к ЭАН	7,7	6,8	6,5	5,4	5,6	5,8	5,8	6,0
Оборот розничной торговли, %, г/г	6,4	7,0	7,6	6,0	6,5	6,8	6,7	8,0
Промышленное производство, %, г/г	8,2	4,7	4,0	3,5	3,7	4,0	4,0	4,5
Экспорт, %, г/г	7,0	0,4	4,4	3,0	1,0	1,5	2,0	3,0
Импорт, %, г/г	25,8	20,3	10,2	10,0	10,2	9,8	10,0	17,0
Чистый отток капитала, млрд долл.	-34,4	-80,5	-33,9	-9,5	-10,0	-17,0	-70,4	-75,0
Международные резервы, млрд долл.	483,1	510,9	513,5	514,3	505,0	500,0	500,0	510,0
Бивалютная корзина, средний за период курс USDRUB, средний за период	34,8	34,5	34,5	35,0	36,2	36,0	35,7	36,5
Цена на нефть марки Urals, средняя за период, долл./бар.	30,4	29,4	30,2	30,6	32,4	32,1	31,8	32,3
Цена на нефть марки Urals, средняя за период, долл./бар.	78,2	109,0	117,3	106,9	102,0	104,0	107,0	110,0
Дефицит/ профицит федерального бюджета, % ВВП	-4,0	0,7	-0,9	0,5	-0,6	-0,2	-0,6	1,4
Дефицит/ профицит федерального бюджета, трлн руб.	-1,8	0,4	-0,1	0,1	-0,1	-0,3	-0,4	-0,9
Ставка рефинансирования ЦБ РФ, %	7,75	8,00	8,00	8,00	8,25	8,25	8,25	8,00
Минимальная ставка аукционного РЕПО (1 день), %	5,00	5,25	5,25	5,25	5,50	5,50	5,50	5,25
Ставка фиксированного РЕПО, %	6,75	6,25	6,00	6,00	6,00	6,00	6,00	5,75
Ставка MosPrime (3 месяца), конец периода, %	4,06	7,22	6,73	7,22	7,0-7,25	7,25-7,50	7,50-7,75	7,50-7,75

Источник: Росстат, ЦБ РФ, Минфин, Минэкономразвития, Газпромбанк

Приложение 2. Оценка производственной функции экономики России

Номинальный ВВП хорошо аппроксимируется с помощью производственной функции Тинбергена-Кобба-Дугласа (модельный $R^2 \cong 0,99$ указывает на четкую функциональную зависимость). Она учитывает три фактора производства: труд, инвестиции в основной капитал, НТП как функцию времени (в экспоненциальной форме).

Диаграмма. Модельные значения ВВП на основе функции Тинбергена-Кобба-Дугласа, 2002-2012 гг.



Источник: Росстат, данные Газпромбанка

Эластичность номинального ВВП по труду составляет, по нашим расчетам, около 0,8, по капиталу – 0,18, по НТП – 0,02 соответственно. Последняя цифра подтверждает нечувствительность российского экономического роста к новым технологиям и разработкам.



Газпромбанк

117420, г. Москва, ул. Наметкина, 16, стр. 1
(Офис: ул. Новочеремушкинская, 63)

Департамент анализа рыночной конъюнктуры

Алексей Демкин, СГА

И.о. начальника департамента

+7 (495) 980 43 10

Alexey.Demkin@gazprombank.ru

Управление анализа фондового рынка

Стратегия на фондовом рынке

Андрей Клапко

+7 (495) 983 18 00, доб. 21401

Александр Назаров

+7 (495) 980 43 81

Металлургия

Наталья Шевелева

+7 (495) 983 18 00, доб. 21448

Сергей Канин

+7 (495) 988 24 06

Химическая промышленность

Алексей Астапов

+7 (495) 428 49 33

Технический анализ рынков и акций

Владимир Кравчук, к. ф.-м. н

+7 (495) 983 18 00, доб. 21479

Редакторская группа

Банковский сектор

Андрей Клапко

+7 (495) 983 18 00, доб. 21401

Макроэкономика

Иван Синельников

+7 (495) 983 18 00 доб. 54074

Транспорт и машиностроение

Алексей Астапов

+7 (495) 428 49 33

Потребительский сектор

Витаалий Баикин

+7 (495) 983 18 00 доб. 54072

Михаил Сиделёв

+7 (495) 983 18 00, доб. 54084

Нефть и газ

Иван Хромушин

+7 (495) 980 43 89

Александр Назаров

+7 (495) 980 43 81

Электроэнергетика

Дмитрий Котляров

+7 (495) 913 78 26

Телекоммуникации и медиа

Анна Курбатова

+7 (495) 913 78 85

Татьяна Андриевская

+7 (495) 287 62 78

Управление анализа инструментов с фиксированной доходностью

Алексей Демкин, СГА

Начальник управления

+7 (495) 980 43 10

Alexey.Demkin@gazprombank.ru

Стратегия

Иван Синельников

+7 (495) 983 18 00 доб. 54074

Кредитный анализ

Яков Яковлев

+7 (495) 988 24 92

Юрий Тулинов

+7 (495) 983 18 00, доб. 21417

Департамент рынков фондового капитала

Константин Шапшаров

Управляющий директор - Начальник департамента

+7 (495) 983 18 11

Konstantin.Shapsharov@gazprombank.ru

Управление торговли и продаж инструментов фондового рынка

Продажи

Мария Братчикова

+7 (495) 988 24 03

Артем Спасский

+7 (495) 989 91 20

Светлана Голодинкина

+7 (495) 988 23 75

Трейдинг

Александр Питалефф, старший трейдер

+7 (495) 988 24 10

Денис Войничонис

+7 (495) 983 74 19

Антон Жуков

+7 (495) 988 24 11

Департамент инструментов долгового рынка

Павел Исаев

Начальник департамента

+7 (495) 980 41 34

Pavel.Isaev@gazprombank.ru

Управление рынков заемного капитала

Игорь Ешков

Начальник управления

+7 (495) 913 74 44

Управление торговли и продаж долговых инструментов

Андрей Мионов

Начальник управления

+7 (495) 428 23 66

Продажи

Илья Ремизов

+7 (495) 983 18 80

Дмитрий Кузнецов

+7 (495) 428 49 80

Вера Ярышкина

+7 (495) 980 41 82

Себастьян де Принсак

+7 (495) 989 91 28

Роберто Пеццименти

+7 (495) 989 91 27

Трейдинг

Елена Капица

+7 (495) 988 23 73

Дмитрий Рябчук

+7 (495) 719 17 74

Управление рынков фондового капитала

Алексей Семенов, СГА

Начальник управления

+7 (495) 989 91 34

Управление электронной торговли

Максим Малетин

Начальник управления

+7 (495) 983 18 59

broker@gazprombank.ru

Продажи

Александр Лежнин

+7 (495) 988 23 74

Анна Нифанова

+7 (495) 983 18 00, доб. 21455

Кирилл Иванов

+7 (495) 988 24 54, доб. 54064

Дмитрий Лапин

+7 (495) 428 50 74

Александр Погодин

+7 (495) 989 91 35

Трейдинг +7 (800) 200 70 88

Денис Филиппов

+7 (495) 428 49 64

Дамир Терентьев

+7 (495) 983 18 89

Тимур Зубайраев, СГА

+7 (495) 913 78 57

Владимир Красов

+7 (495) 719 19 20

Copyright © 2003 – 2012. «Газпромбанк» (Открытое акционерное общество). Все права защищены

Данный отчет подготовлен аналитиками «Газпромбанка» (Открытого акционерного общества) (далее – ГПБ (ОАО)) на основе публичных источников, заслуживающих, на наш взгляд, доверия, однако проверка представленных в этих источниках данных нами не проводилась. За исключением информации, касающейся непосредственно ГПБ (ОАО), последний не несет ответственности за точность и полноту информации, содержащейся в отчете. Представленные в отчете мнения и суждения отражают только личную точку зрения аналитиков относительно описываемых событий и анализируемых ситуаций. Они не обязательно отражают мнение ГПБ (ОАО) и могут изменяться без предупреждения, в том числе в связи с появлением новых корпоративных и рыночных данных. ГПБ (ОАО) не обязан обновлять, изменять или дополнять данный отчет или уведомлять кого-либо об этом. Финансовые инструменты, упоминаемые в данном отчете, могут быть не подходящими инструментами инвестирования для определенных инвесторов. Отчет не может являться единственным основанием для принятия инвестиционных решений. Инвесторы должны принимать инвестиционные решения самостоятельно, привлекая для этих целей собственных независимых консультантов, если сочтут это необходимым, и руководствоваться интересами и задачами. Авторы не берут на себя ответственность за действия, предпринятые на основе изложенной в этом отчете информации.

Информация, содержащаяся в данном отчете или приложениях к нему, не является предложением об оказании услуг, не может рассматриваться как оферта, приглашение делать коммерческие предложения или реклама, если иное прямо не указано в настоящем отчете или приложениях к нему.