Российская макростратегия 2013: «ПЕРЕСТРОЙКА» модели роста

© Л. Непомнящий, 1979

Департамент анализа рыночной конъюнктуры
+7 (495) 287 63 18

ГАЗПРОМБАНК

Российская макростратегия 2013: «ПЕРЕСТРОЙКА» модели роста

Рост ВВП в 2013 г. замедлится до 3,1% г/г - это на 0,4 п.п. меньше, чем мы ожидаем по итогам 2012 г. В то же время на фоне рецессии в Европе и средних 1,5% г/г, прогнозируемых МВФ по развитым странам, 3,1% г/г выглядят неплохо. Относительно Бразилии, Мексики и ЮАР темпы роста экономики России находятся примерно на одном уровне, а Индии и КНР уступают в 2,0-2,6х. В снижении показателей роста ВВП нет ничего драматичного, просто в экономике происходит «перестройка» модели роста: роль потребления – основного нынешнего драйвера – будет терять значение, а вклад инвестиций в ВВП будет расти.

Инвестиции в основной капитал вырастут на 7,5-8,0% г/г (против 6,5-7,0% г/г в 2012 г.) за счет расширения корпоративного кредитования (с 10,0% г/г до 15,0% г/г), увеличения госрасходов на транспортную инфраструктуру (на 10,5% г/г) и оборонно-промышленный комплекс (на 13,0% г/г).

Инфляционные риски отойдут на второй план, уступив место рискам экономического роста. Инфляция при этом останется вблизи 6,0-6,3% за счет опережающего роста тарифов на платные услуги (7,0-15,0% ежегодно). В противовес тарифам монетарные факторы инфляции окажут сдерживающее влияние: дальнейшее замедление прироста денежной базы (на 9,8% г/г в 2013 г. против 12,2% г/г в 2011) позволит стабилизировать базовую инфляцию, непосредственно управляемую ЦБ РФ, на уровне 5,5% г/г.

Рубль вступит в полосу долгосрочной девальвации. Снижение среднегодового уровня цен на Urals до 107,4 долл./барр. обусловит стагнацию экспорта топливно-энергетических товаров на уровне 0,5–0,8% г/г. Сальдо счета текущих операций уменьшится на 2,2 п.п. до 2,8% ВВП. В совокупности с сокращением присутствия Банка России на внутреннем валютном рынке это приведет к повышению среднегодового курса USD/RUB до 31,5 руб. (против 31,2 руб. в 2012 г.). Внутригодовая волатильность рубля усилится. В начале года возможно его укрепление (снижение курса USD/RUB до 30,0-30,5 руб./долл.) за счет притока капитала после полноценного старта систем Euroclear и Clearstream.

Избыточной ликвидности по-прежнему не будет. В 2013 г. банки продолжат наращивание задолженности перед ЦБ примерно на 0,8-1,0 трлн руб. Этому будет способствовать ряд инноваций от регулятора: введение 3-летних аукционов, переход к плавающим ставкам по операциям рефинансирования свыше 1-го месяца, возможное расширение залоговой базы. Предложение денег ВЭБом для размещения на банковские депозиты сократится и будет в значительной мере перенаправлено в инфраструктурные проекты.

Денежно-кредитная политика ЦБ РФ сделает разворот в пользу экономического роста. Стабилизация инфляции на уровне 6,0-6,3% г/г и замедление реального сектора обусловят снижение ключевых ставок ЦБ РФ на 25 б.п. Волатильность ставок денежного рынка уменьшится, спреды между длинными и короткими ставками ужмутся.

Иван Синельников
+7 (495) 983 18 00 (доб. 5 40 74)
Ivan.Sinelnikov@Gazprombank.ru

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

Ключевые макроэкономические индикаторы

Среднесрочный прогноз макроэкономических показателей России

	2011	20120	2013П	2014П	2015П	2016П	2017П
ВВП, прирост ф.о., %, г/г	4,3	3,5	3,1	3,0	3,2	3,2	3,3
Инфляция потребительская (ИПЦ), %, г/г	6,1	6,5	6,3	6,0	5,7	5,5	5,5
Инфляция производственная (ИЦП), %, г/г	12,0	8,5	8,3	7,8	7,5	7,0	6,8
Бивалютная корзина, средний за период, руб.	34,5	35,4	35,5	35,6	37,6	38,7	40,0
курс USDRUB, средний за период, руб./долл.	29,4	31,2	31,5	32,0	32,5	32,8	33,3
Цена на нефть марки Urals, средняя за период, долл./бар.	109,3	110,0	107,4	106,5	108,6	110,8	113,0
Дефицит/ профицит федерального бюджета, % ВВП	0,7	0,1	-0,1	-0,2	0,0	0,1	0,4
Ставка рефинансирования ЦБ РФ, конец периода, %	8,00	8,25	8,00	7,75	7,75	7,50	7,50
Ставка MosPrime (3 месяца), конец периода, %	7,22	7,50	7,30	7,20	7,20	6,80	6,80

Источник: Росстат, ЦБ РФ, Минфин, Газпромбанк

Оценка макроэкономических показатели России и ведущих стран EM на 2011-2012 гг.

	Россия* (BBB/Baa1/BBB)		Бразилия (BBB/Baa2/BBB)		Мексика (BBB/Baa1/BBB)		Турция (BB/Ba1/BB+)		ЮАР (BBB+/Baa1/BBB+)	
	2011	2012П	2011	2012П	2011	2012П	2011	2012П	2011	2012П
Темп роста ВВП, %, г/г	4,3	3,5	2,8	1,5	3,9	3,8	8,5	2,9	3,2	2,5
Инфляция, %, г/г	6,1	6,8	6,6	5,3	3,4	4,2	6,5	9,0	5,0	5,5
Безработица, % ЭАН	6,6	5,5	6,0	5,6	5,2	4,9	9,8	9,5	24,0	24,9
Профицит (дефицит) бюджета, % ВВП	0,5	0,1	-2,3	-2,5	-2,3	-2,4	-1,4	-2,0	-4,4	-4,9
Ставка рефинансирования национального ЦБ	8,0	8,3	11,0	7,3	4,5	4,5	5,8	5,8	5,5	5,0
Прирост курса нац.валюты против USD	-5,2%	5,1%	-12,7%	-8,0%	-13,0%	7,6%	-22,7%	4,8%	-22,0%	-6,3%
Национальный внешний долг, млрд долл.**	545,2	597,7	404,1	417,7	285,4	314,0	306,7	323,5	111,5	119,0
Государственный долг, % ВВП***	8,3		54,2		35,4		40,0		38,6	
Сальдо счета текущих операций, % ВВП	5,3	5,0	-2,1	-2,3	-0,8	-0,7	-9,9	-7,5	-3,6	-5,5
Международные резервы (ЗВР), млрд долл.**	498,6	526,8	352,0	377,8	142,5	162,4	110,6	124,9	48,9	50,7
Достаточность ЗВР для покрытия импорта, мес.***	14,0		14,0		5,0		4,0		5,0	

* прогнозы по России разработаны Газпромбанком, прогнозы по другим странам – Bloomberg-консенсус;
** фактические данные на последнюю отчетную дату;
*** оценка Газпромбанка

Источник: World Bank, Bloomberg, Data Stream Thomson Reuters, ЦБ РФ, Газпромбанк

Содержание

ВВП: замедление во имя будущего роста 4

«Перестройка» модели роста: курс на наращивание инвестиций 4

Потребление замедлится, а вместе с ним и ВВП 6

Окончание инвестиционной паузы, но росту ВВП это не поможет 7

Инфляционные риски отойдут на второй план 10

Бюджет-2013: запаса прочности хватит при цене Urals не ниже 85 долл./барр. 13

Рубль на пути к девальвации, ставки – курс на понижение 17

«Перестройка» платежного баланса: негатив пока пересиливает позитив 17

Валютная политика ЦБ РФ: «Laissez-faire» 19

Процентные ставки: возможны ли подарки от ЦБ РФ 20

ВВП: замедление во имя будущего роста

- **Экономика выходит на траекторию низких темпов роста,** структура его факторов сохранится неизменной еще около 10 лет. ВВП в 2013 г. замедлится до 3,1% г/г против 3,5%, ожидаемых по итогам 2012 г.
- **Потребление останется ключевым фактором экономического роста** (его вклад в ВВП – 70%), однако прирост окажется на 0,5-1,0 п.п. скромнее, чем в 2012 г.
- **Прирост инвестиций в основной капитал составит около 7,5-8,0% г/г,** что будет обеспечено ростом корпоративного кредитования (до 15,0% г/г), госрасходов на инфраструктуру (до 10,5% г/г) и оборонную промышленность (до 13,0% г/г).

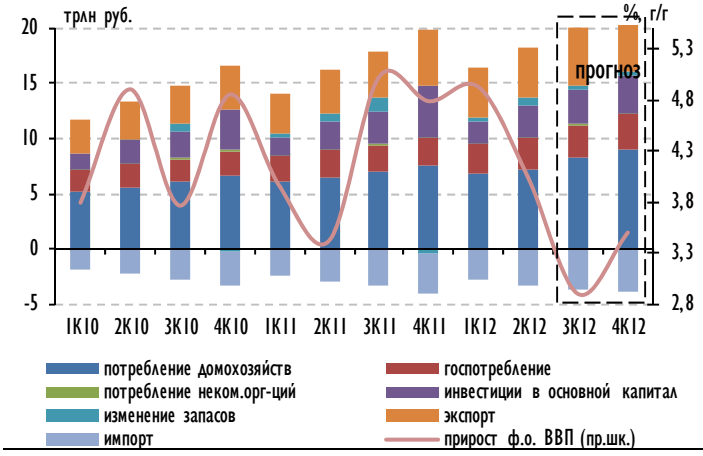
«Перестройка» модели роста: курс на наращивание инвестиций

Бурного экономического роста, опирающегося на ускорение инвестиций в основной капитал, пока еще не будет. На наш взгляд, **в 2013 г. Россию ожидает прирост ВВП на уровне 3,1% г/г** при условии отсутствия внешних потрясений образца 2008 г. Более того, принимая во внимание слабую статистику промпроизводства и инвестиций в основной капитал во 2П12, мы понижаем свою оценку по ВВП-2012 на 0,3 п.п. до 3,5% г/г.

Структура драйверов роста пока сохранится неизменной вследствие высокой доли потребления (70,0%) и негибкой производственной структуры экономики и инвестиций. Переход к «инвестиционной» модели роста, объявленный Минэкономразвития, может растянуться на 10 лет. С целью развития данной концепции Правительством РФ поставлена задача увеличить объём инвестиций в основной капитал до 25,0% ВВП к 2015 г. и до 27,0% – к 2018 г. На сегодняшний день она составляет порядка 20,0%, что характерно для последних 6 лет.

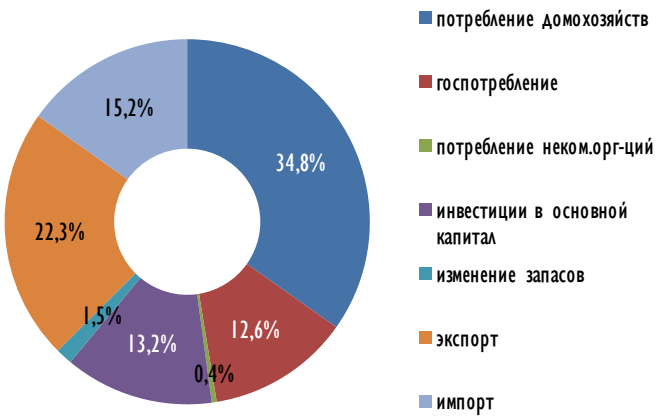
Для того чтобы рост инвестиций определял общую динамику ВВП России, должна произойти структурная перебалансировка между факторами роста. На практике это означает, что для достижения доли инвестиций в ВВП к 2018 г. на уровне 27,0% (как того хочет Правительство РФ) и поддержания общих темпов роста физических объемов ВВП вблизи 4,0% г/г необходимо, чтобы **инвестиции в основной капитал ежегодно прирастали на 7,0-7,5% в год** (при среднем значении дефлятора в 7,0%).

Динамика ВВП и отдельных компонент по счету использования, 2000-2012



Источник: Росстат, Газпромбанк

Структура ВВП по счету использования, 1П12



Источник: Росстат, Газпромбанк

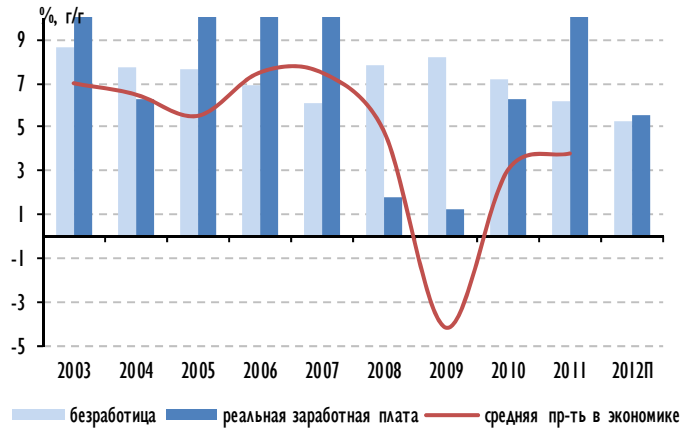
В динамике ВВП в 2013 г. мы не ожидаем поворотных точек, а лишь продолжение общей понижательной тенденции квартальных приростов, наметившейся в текущем году: в 3К12 прирост ВВП составил 3,8% г/г, практически достигнув своего потенциального долгосрочного значения (4,0% г/г), а квартальные темпы с корректировкой на сезонность резко снизились (с 1,6% кв/кв в 4К11 до 0,1% кв/кв во 2К12).

Учитывая, что в 2013 г. не будет «лишнего» процентного пункта ВВП, подаренного потребителям государством в связи с предвыборной кампанией, поддержание (а не ускорение!) снижающегося роста **потребует большего объема инвестиций,** чем в предыдущие годы. Мы ожидаем также, что среднегодовое значение цены на нефть марки Urals будет «тяготеть» к 107,4 долл./барр. (против 110,0 долл./барр, ожидаемых нами по итогам 2012 г.), что не позволит выправить ситуацию со стороны чистого экспорта.

Однако **истощение роста в 2013 г. будет иметь и позитивные структурные последствия**. Во-первых, назревает необходимость выравнивания давней диспропорции российской экономики, сложившейся между производительностью труда, приростом реальной заработной платы и безработицей.

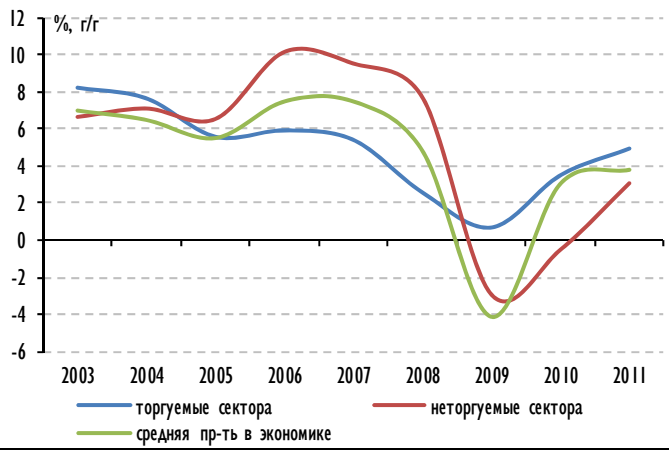
Ухудшение внешнеэкономической конъюнктуры потребует роста производительности в экспортоориентированных секторах экономики (прежде всего в ТЭК и металлургии), в первую очередь за счет **высвобождения избыточной рабочей силы**. В секторах сферы услуг (финансовый бизнес, операции с недвижимостью и т.п.) корректировка дисбалансов будет осуществляться за счет **снижения реальной заработной платы.**

Производительность труда, реальная зарплата и безработица, 2003-2012



Источник: Росстат

Производительность труда в экспортоориентированном и «внутреннем» секторах экономики, 2003-2012



Источник: Росстат, Газпромбанк

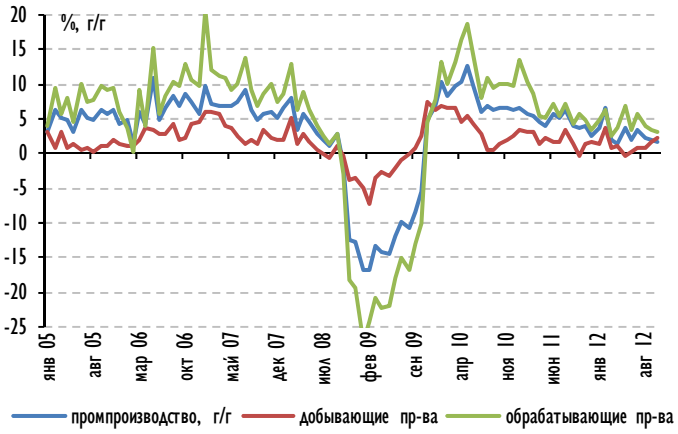
Другим позитивным моментом замедления роста является **долгосрочное снижение инфляции** (к уровню 5,5-6,0% на ближайшие пять лет), что дает шанс стать двигателем экономики «неторгуемым» секторам, ориентированным на внутренний рынок. Их вклад в прирост ВВП уже увеличился в 1П12 до 3,6 п.п. из 4,5 п.п. (против 1,9 п.п. из 3,9 п.п. в 1П11).

По своему характеру экономическое развитие ближайших лет будет отличаться **большей устойчивостью к внешним шокам**, чем это было в предкризисные годы. Это обусловлено ростом удельного веса отраслей, ориентированных на внутренний рынок, в структуре ВВП, уменьшением ненефтегазового дефицита федерального бюджета с 10,7% ВПП в 2012 г. до 8,3% ВВП в 2015 г., дальнейшим снижением присутствия Банка России на валютном рынке, улучшением структуры внешнего долга (рост доли долгосрочных обязательств).

Компоненты ВВП по счету производства, прогноз на 2012-2013

Источник: Росстат, Газпромбанк

Промышленное производство добывающих и обрабатывающих отраслей, 2005-2012

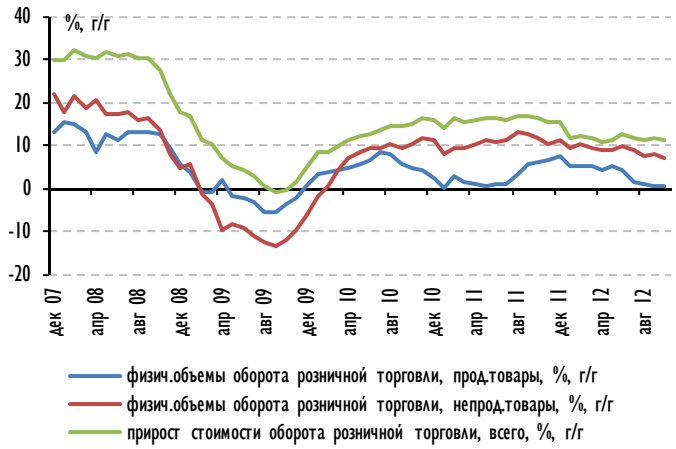


Источник: Росстат, Газпромбанк

Потребление замедлится, а вместе с ним и ВВП

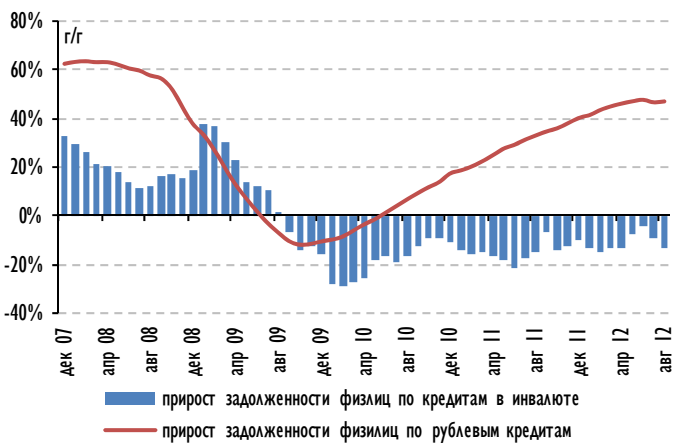
Динамика совокупного потребления в 2013 г. (3,5-3,8% г/г) **будет скромнее** показателей текущего года (2К12 – 4,8% г/г, оценка 2012 – 4,3% г/г), прежде всего за счет стабилизации роста реальных располагаемых доходов населения вблизи 3,5-4,0% (в 2012 г. – около 5,5%) и увеличения нормы сбережений (с 12% в 2012 г. до 15% в 2013 г.), обусловленного повышением средних ставок по депозитам населения. Сокращение темпов прироста розничного кредитования в 2013 г. до 20,0% г/г (оценка 2012 г. – 35,0%) в меньшей степени повлияет на потребление домашних хозяйств, поскольку последнее финансируется за счет банковского кредита всего на 7,0-8,0% (по данным 2012 г.).

Стоимость и физические объемы оборота розничной торговли, 2007-2012



Источник: Росстат, Газпромбанк

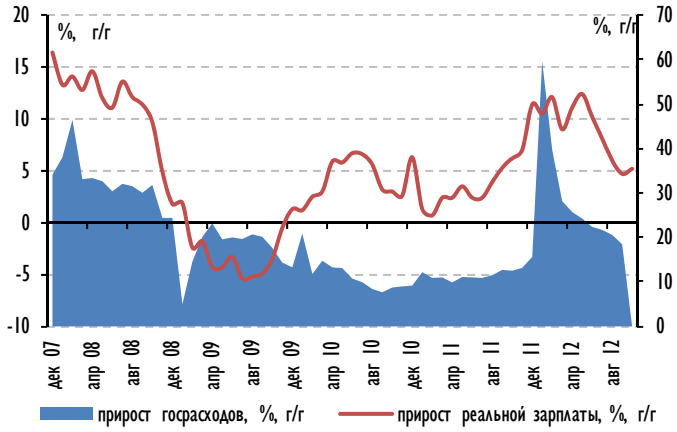
Банковские кредиты физическим лицам, 2007-2012



Источник: ЦБ РФ, Газпромбанк

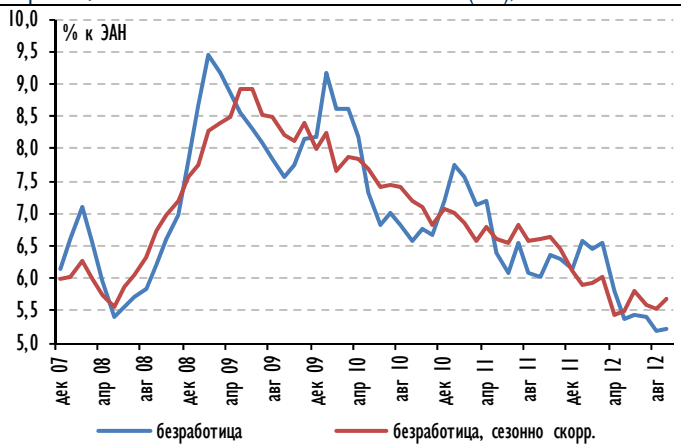
Консервация модели экономического роста и окончание периода посткризисного восстановления предопределяют **динамику розничного товарооборота на уровне прироста реальных располагаемых доходов в 2013 г.** (4,0% г/г) и последующие годы (3,5-4,0% г/г). В предыдущие годы розничная торговля опережала доходы: 2011 г. – на 1,8 п.п., 2012 г. – на 0,6 п.п.

Госрасходы и реальная заработная плата, 2007-2012



Источник: Росстат, Газпромбанк

Безработица в % от экономически активного населения (ЭАН), 2007-2012



Источник: ЦБ РФ, Газпромбанк

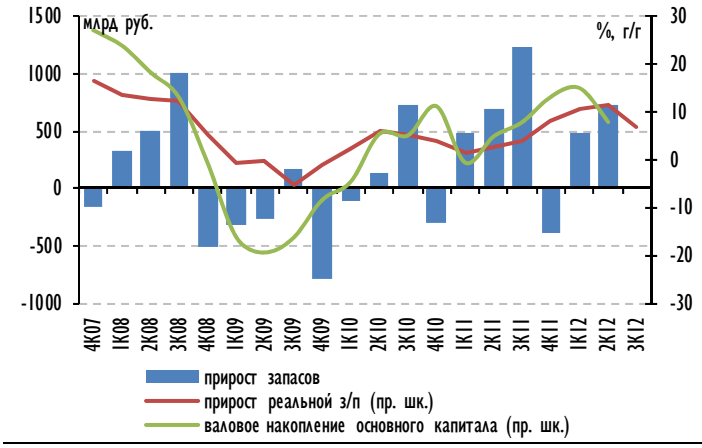
Фактическое госпотребление уменьшится: бюджетный профицит, который имеет место быть на протяжении последних двух лет, уже не является показателем прочности и стабильности, а выступает, скорее, тормозом российской экономики. Госрасходы в 2013 г. вырастут на 3,3% г/г до 13,4 трлн руб., что, вообще говоря, является самым низким приростом за последние 8 лет. Соответственно, госбюджет будет мало способствовать приросту совокупного потребления в следующем году.

Окончание инвестиционной паузы, но росту ВВП это не поможет

Окончание цикла накопления запасов, стабилизация оплаты труда, загрузка производственных мощностей на уровне, близком к предельному (70,0-73,0% – в добывающей промышленности и 63,0-65,0% – в обрабатывающих отраслях – фактически на уровне предкризисных лет) – **признаки перехода к стадии накопления инвестиций в основной капитал.** Мы ожидаем, что в 2013 они вырастут на 7,5-8,0% г/г (против 6,5-7,0% г/г в 2012 г.) как за счет повышения инвестиционной активности госкомпаний, так и благодаря восстановлению притока иностранного капитала.

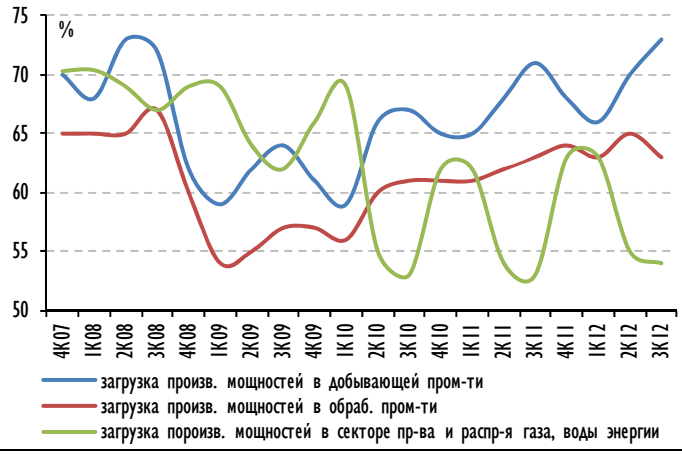
С точки зрения соотношения инвестиций между секторами мы прогнозируем **снижение доли добывающих экспортных отраслей, обусловленное сжатием мирового спроса**. В федеральном бюджете уже заложена реконструкция нефтеперерабатывающих заводов и общее сокращение госкапвложений в ТЭК (в 2013 г. – на 52,2% г/г или 24,1 млрд руб.). Доля обрабатывающих производств (кроме нефте- и газопереработки) может увеличиться за счет активизации оборонно-промышленного комплекса.

Прирост запасов, инвестиций и реальной заработной платы (шкалы!), 2007-2012



Источник: Росстат

Загрузка производственных мощностей, 2007-2012



Источник: Росстат

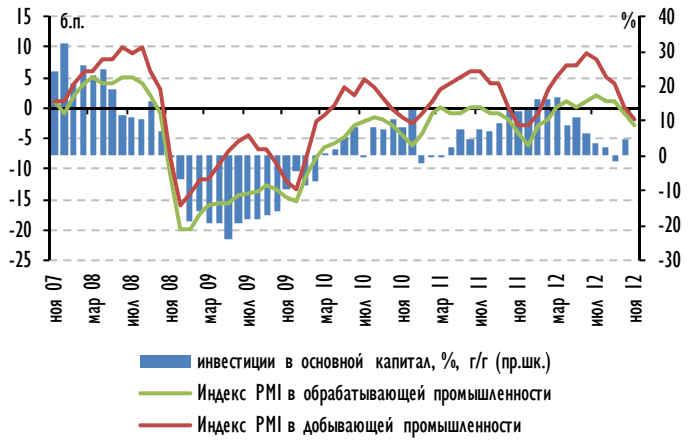
Среди отраслей, в которых ожидается рост инвестиционной активности в 2013 г. и последующие годы, выделим:

- **транспортную инфраструктуру**, где объем инвестиций в ближайшие 3 года составит от 1,4 трлн руб. до 2,0 трлн руб., в т.ч. за счет внебюджетных источников может быть привлечено около 800,0–860,0 млрд руб.;
- **машиностроение и высокотехнологичные производства**. Для этих целей в Минэкономразвития обещают до конца 2012 г. разработать комплексную программу активной промышленной политики и отраслевые приложения (в части космических программ, авиа-, судо- и приборостроения). Драйвером развития машиностроительного комплекса может выступить расширение гособоронзаказа. Напомним, что до 2020 г. на военные расходы будет направлено около 20,7 трлн руб.

Отраслевая структура инвестиций в основной капитал (2011)

Источник: Росстат

Индексы PMI и инвестиции в основной капитал (шкалы!), 2007-2012



Источник: Росстат

По данным Росстата, по итогам 9М12 в российскую экономику поступило 114,5 млрд долл. иностранных инвестиций, что на 14,4% меньше, чем за 9М11. Основное сокращение было обусловлено «прочими инвестициями» (торговые и коммерческие кредиты) – на 17,2% г/г до 100,6 млрд долл. При этом прямые иностранные инвестиции (ПИИ) приросли на 4,6% г/г до 12,3 млрд долл. Портфельные инвестиции показали рост в 1,9х до 1,6 млрд долл.: на акции приходится 1,5 млрд долл. (выросли в 3,7х), на облигации – 115,0 млн долл. (сократились на 17,3%). **В 2013 г. мы ожидаем ускорения роста ПИИ до 7,0% г/г** и общего прироста иностранных инвестиций до 3,0-4,0%, что будет обусловлено улучшением институциональных механизмов привлечения инвесторов.

Правительство РФ анонсировало следующие институциональные преобразования в интересах улучшения инвестиционного климата:

- гармонизация таможенных процедур в соответствии с нормами ВТО, минимизация непосредственного контакта участников ВЭД с таможней за счет широкого распространения электронного декларирования;
- упрощение процедур в сфере строительства, организации бизнеса, получения госуслуг, отмена ряда разрешительных документов, лицензий, сертификатов и т.п.;
- докапитализация гарантийных фондов РФ в интересах содействия росту «модернизационных кредитов» и развития малого и среднего предпринимательства.

В совокупности с либерализацией внутреннего финансового рынка для нерезидентов (за счет полноценного введения систем Euroclear и Clearstream) ожидаемое улучшение инвестиционного климата приведет к замедлению чистого оттока частного капитала до 50,0-60,0 млрд долл. Если в дополнение к этому ЦБ РФ будет придерживаться параметров денежной программы на 2013 г., т.е. позволит банкам нарастить валовой кредит до 3,6 трлн руб. (по базовому варианту) против нынешних 2,6 трлн руб., то реальный сектор может получить от банковского дополнительный 1,0 трлн руб. и довести объем инвестиций до 14,0 трлн руб.

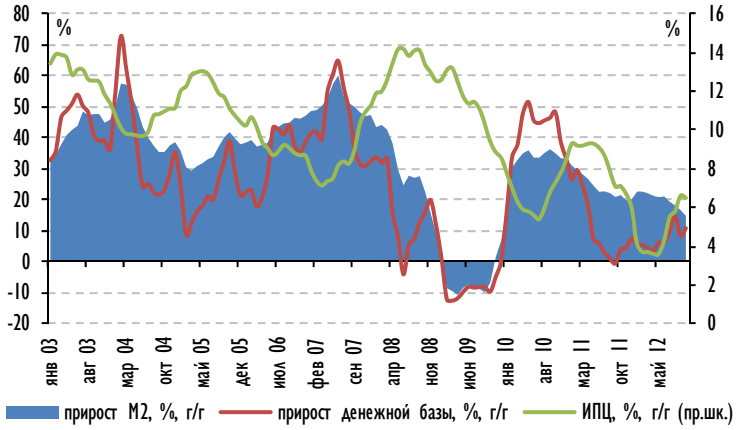
Инфляционные риски отойдут на второй план

- **Повышение ключевых ставок ЦБ РФ 14 сентября 2012 г. на 25 б.п.** приносит свои плоды: годовые темпы прироста денежной массы в октябре замедлились до 14,8% г/г (против 16,7% г/г в сентябре и 19,7% г/г в октябре 2012 г.), и, как следствие, инфляция в ноябре стабилизировалась на отметке 6,4-6,5% г/г. В 2013 г. ожидаем ИПЦ на уровне 6,3%.
- **«Тарфляция» в ближайшие три года будет выше целевой инфляции (5,0-6,0%),** прирост тарифов на платные услуги естественных монополий останется на уровне 7,0-15,0%, что привнесет в ИПЦ порядка 3,0-3,5 п.п. за весь год.
- **Продовольственная инфляция не будет вызывать особого беспокойства до марта 2013 г.,** далее возможен кратковременный сезонный всплеск за счет истощения сезонных запасов зерна и роста мировых цен на пшеницу. Но во 2П13 можно ожидать снижения цен на продукты питания, в связи с тем, что сельскохозяйственный урожай-2013 ожидается на 20,0-30,0% лучше, чем в 2012 г.

Решение ЦБ РФ повысить ключевые ставки в сентябре текущего года приносит свои плоды: после всплесков инфляции в сентябре (до 6,6% г/г) и середине октября (до 6,9% г/г) регулятору удалось стабилизировать ИПЦ на отметке 6,5% г/г в конце ноября. Мы полагаем, что в 2013 г., в условиях «сжатой» и неравномерно распределенной ликвидности, **инфляционные риски отойдут на второй план, а годовое значение ИПЦ достигнет 6,0-6,3%** (по сравнению с 6,5% г/г, ожидаемыми нами по итогам 2012 г.).

Монетарные факторы усилили свое влияние на цены: в октябре годовой прирост денежной массы замедлился до 14,8% против 16,7% в сентябре. Учитывая, что ЦБ РФ в большей степени влияет на базовый ИПЦ (5,8% г/г – на 1 декабря 2012 г., что выше таргетируемого значения на 0,3 п.п.), для окончательного обуздания роста потребительских цен регулятору необходимо добиться стабилизации базовой инфляции, и это с высокой степенью вероятности произойдет в конце года.

Инфляция (ИПЦ), денежная база и денежная масса, 2003-2012



Источник: Росстат, Газпромбанк

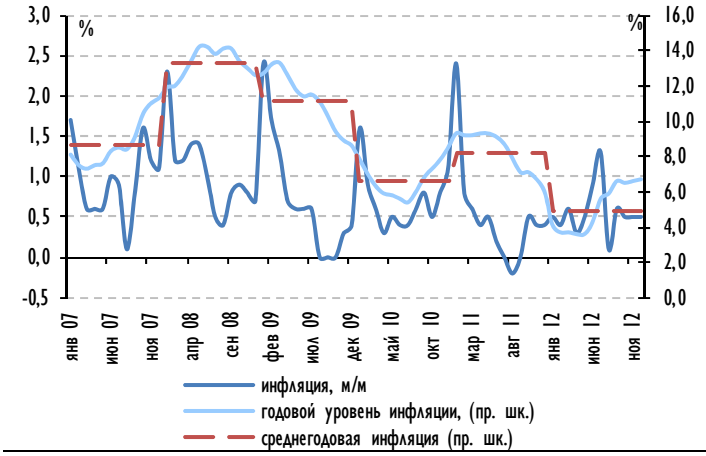
Немонетарные факторы, будут оказывать неоднозначное влияние на инфляцию. С одной стороны, рост тарифов на услуги естественных монополий в 2013 г. составит от 7,0% до 15,0%, что в общем соответствует уровню 2012 г. и привнесет в инфляцию порядка 3,0-3,5 п.п. С другой стороны, стагнация потребления на уровне 3,5-3,8% г/г снимет избыточное давление на цены со стороны совокупного спроса.

Индексация тарифов на услуги естественных монополий, 2012-2015

	2012 (оценка)	прогноз 2013	2014	2015
Электроэнергия для всех категорий конечных потребителей (индексация в июле)	3,5-6,0	12-13,5	10,5-12,5	11,0-13,0
для потребителей, кроме физлиц	3,6-6,6	12,0-14,0	10,0-12,0	10,8-12,5
регулируемые тарифы сетевых компаний	6,0	10,0-11,0	9,5-10,0	9,0-10,0
регулируемые тарифы для населения	3,0	9,1-10,6	12,0-15,0	12,0-15,0
Тепловая энергия (индексация в июле, сентябре)	5,1-6,5	10,5-12,2	10,9-11,0	10,8-11,0
Природный газ (оптовые цены)	7,5	15,0	15,0	14,6-15,0
для потребителей, кроме физлиц	7,1	15,0	15,0	14,5-15,0
для населения (индексация в июле)	10,4	15,0	15,0	15,0
Грузоперевозки на железнодорожном транспорте (индексация в январе)	6,0	7,0	5,0	5,5
Пассажироперевозки на железнодорожном транспорте (индексация в январе)	10,0	10,0	10,0	10,0

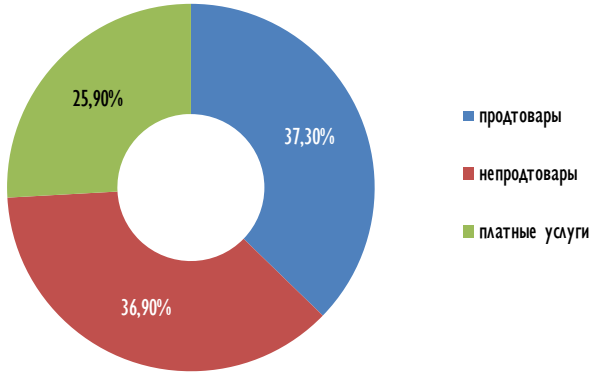
Источник: Минэкономразвития

Динамика среднегодовой инфляции, 2007-2012



Источник: Росстат, Газпромбанк

Структура индексов потребительских цен (ИПЦ) в 2012 г.



Источник: ЦБ РФ, Газпромбанк

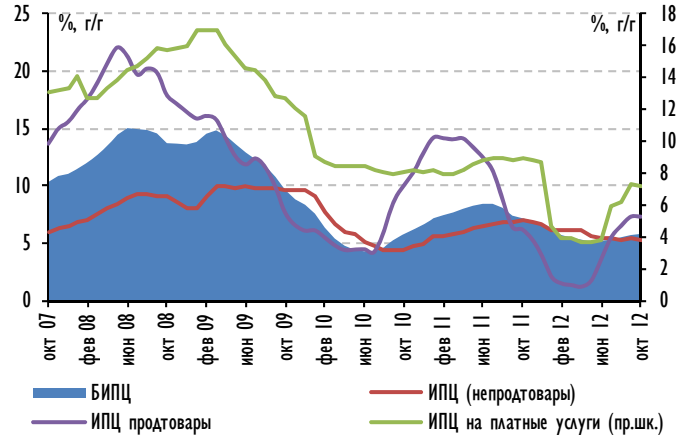
Продовольственная инфляция, которая сыграла решающую роль в том, что цены в 2012 г. вышли за пределы целевого уровня ЦБ РФ (5,5-6,0%), по-прежнему будет оказывать давление на общий уровень цен, но только в 1П13. Основываясь на оценках экспертов Российского зернового союза, мы полагаем, что в марте будущего года возможен кратковременный всплеск цен на муку, хлеб и хлебобулочные изделия, обусловленный сезонным истощением переходящих запасов зерна и ростом мировых цен на пшеницу.

В Российском зерновом союзе и Правительстве РФ ожидают, что ситуация кардинально изменится после наступления сезона уборки сельскохозяйственного урожая, показатели которого в 2013 г. ожидаются на 20,0-30,0% выше, чем в 2012 г., за счет увеличения посевных площадей и улучшения технологической базы сельхозпроизводителей. Как следствие, во 2П13 возможно снижение цен на продовольствие.

Непродовольственная инфляция будет подвержена влиянию со стороны импортных товаров. По оценкам Минфина, в соответствии с принятием обязательств по отношению к ВТО, среднее снижение ставок ввозных таможенных пошлин составит около 2,09 п.п. (с 9,33% в 2012 г. до 7,24% в 2013 г.), с учетом платежей по НДС, итоговый эффект для импорта окажется еще сильнее.

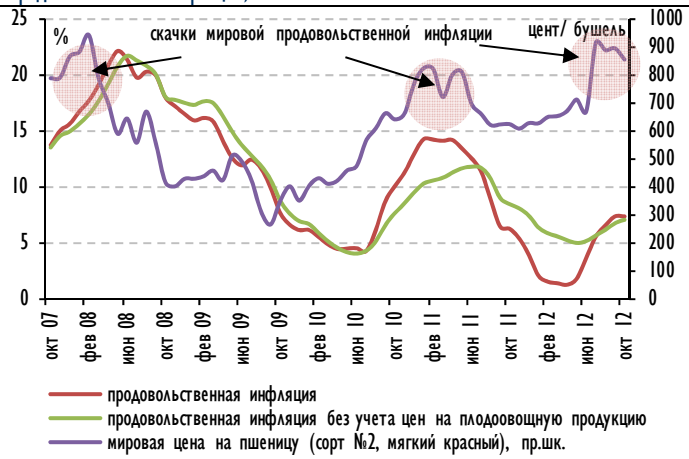
Наиболее заметное влияние «фактор ВТО» окажет на непродовольственные товары. Фактически структурное снижение непродовольственной инфляции уже произошло. Если в июле-августе она составляла 0,6-0,7%, то к ноябрю замедлилась до 0,4%. Об этом также свидетельствует сравнение среднего прироста цен на непродовольственные товары за 9 месяцев до майской девальвации (0,6%) и в ноябре (0,4%).

Базовая инфляция и отдельные компоненты ИПЦ, 2007-2012



Источник: Росстат, Газпромбанк

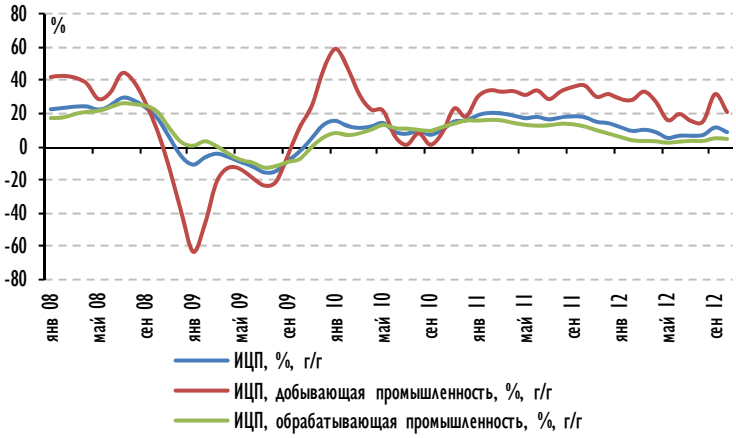
Продовольственная инфляция, 2007-2012



Источник: ЦБ РФ, Газпромбанк

Производственная инфляция снизится в 2013 г. до 8,3% г/г (оценка на 2012 г. – 8,5% г/г), что соответствует нашему среднегодовому прогнозу по ценам на нефть (2013: Urals – 107,4 долл./барр., Brent – 109 долл./барр.). Слабый рост мировой экономики будет способствовать падению цен и на другие сырьевые товары, значимые для российского экспорта, что также будет сдерживать рост оптовых цен на продукцию добывающей промышленности.

Производственная инфляция (ИЦП), 2008-2012



Источник: Росстат, Газпромбанк

Бюджет-2013: запаса прочности хватит при цене Urals не ниже 85 долл./барр.

- **Новый бюджет сформирован с учетом бюджетных правил**, в результате доходы запланированы на более низком (-0,3% г/г), чем в 2012 г., уровне, а прирост расходов не превысит 3,3% г/г. В структуре расходов доминируют статьи на оборону и социальные нужды.
- **Дефицит в 2013 г. составит 521,4 млрд руб. или 0,8% ВВП,** чистое размещение ОФЗ – 448,6 млрд руб. (против 709,8 млрд руб. в 2012 г.), при этом 373,0 млрд руб. абсорбирует Резервный фонд, т.е. в банковскую систему эти деньги не поступят.
- **Ненефтегазовый дефицит сократится на 0,8 п.п. ВВП до 6,4 трлн руб.**, цена Urals, при которой достигается баланс бюджета, снизится на 11,1 долл. до 105,1 долл./барр.
- **При негативном сценарии развития внешнеэкономической конъюнктуры** средств Резервного фонда (1,9 трлн руб.) хватит для покрытия бюджетного дефицита при условии, что среднегодовой уровень цены на Urals не пойдет ниже 85 долл./барр.

Формирование бюджета на 2013-2015 гг. строилось, исходя из новых бюджетных правил, разработанных Минфином. Соответственно, прогнозная цена на нефть марки Urals, положенная в основу бюджета, оказалась достаточно низкой – 97,0 долл./барр. Наш базовый прогноз выше на 10,4 долл., в этой связи мы полагаем, что реальный дефицит составит 0,2% ВВП.

Основные параметры федерального бюджета на 2013-2015 гг.

		2011	2012	2013	2014	2015
ДОХОДЫ	трлн руб.	11,37	12,92	12,87	14,06	15,62
	% ВВП	20,8	21,1	19,3	19,0	18,8
Нефтегазовые доходы	трлн руб.	5,64	6,41	5,93	6,28	6,93
	% ВВП	10,30	10,5	8,9	8,5	8,4
Ненефтегазовые доходы	трлн руб.	5,72	6,50	6,94	7,78	8,68
	% ВВП	10,50	10,6	10,4	10,5	10,5
РАСХОДЫ	трлн руб.	10,94	12,96	13,39	14,21	15,63
	% ВВП	20,0	21,2	20,1	19,2	18,8
ДЕФИЦИТ (-), ПРОФИЦИТ (+)	трлн руб.	0,43	-0,04	-0,52	-0,14	-0,01
	% ВВП	0,79	-0,07	-0,78	-0,19	-0,01
Ненефтегазовый профицит /дефицит	трлн руб.	-5,21	-6,45	-6,45	-6,42	-6,94
	% ВВП	-9,5	-10,5	-9,7	-8,7	-8,4
Поступления в Резервный фонд	трлн руб.	0,04	0,83	0,37	0,6	0,82
	% ВВП	0,07	1,36	0,56	0,81	0,99
Цена на нефть, при которой достигается баланс бюджета, долл./барр.	долл/барр.	118,3	116,2	105,1	103,2	104,2

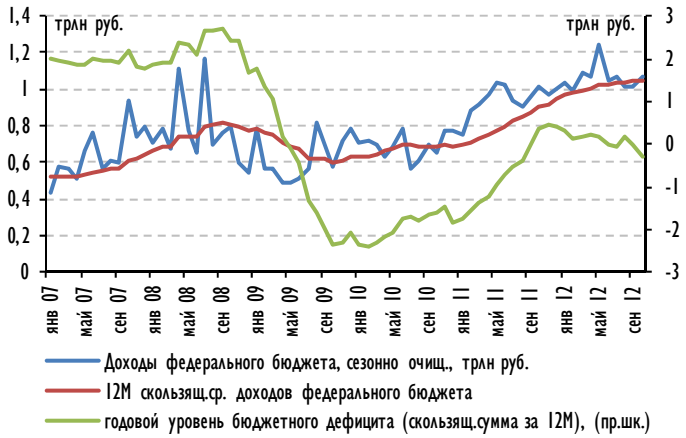
Источник: Минфин, расчеты Газпромбанка

Расчетная величина доходов на 2013 г. составит 12,87 трлн руб. (-0,3% г/г) или 19,3% ВВП, в т.ч. нефтегазовые на уровне 5,95 трлн руб. или 8,9% ВВП (в 2012 г. нефтегазовые доходы, по плану, составят 10,5% ВВП).

Фактическая зависимость доходов бюджета от цены на нефть останется высокой. По нашим оценкам, снижение среднегодовой цены Urals на 1 долл. способствует потере нефтегазовых доходов на 70,0-75,0 млрд руб. Стресс-тестирование показывает, что если среднегодовые котировки Urals в течение 2013-2015 гг. будут соответствовать среднему значению Urals за 2005-2012 гг. (т.е. 90,5 долл./барр.), то доходы будут уменьшаться ежегодно на 0,7-0,8% ВВП. В этом случае государство будет заинтересовано в девальвации курса рубля до уровня 33,0-33,5 руб./долл. для восстановления рублевого эквивалента доходов.

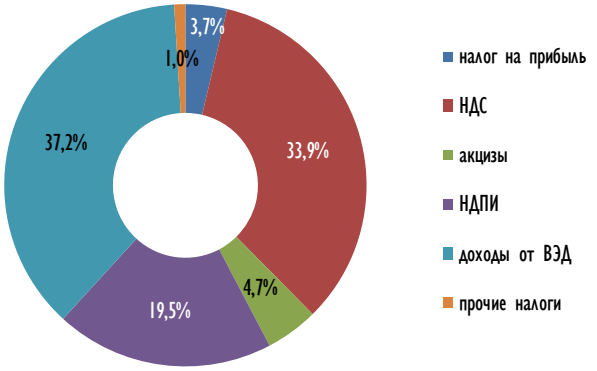
Расходы в 2013 г. составят 13,39 трлн руб. (+3,3% г/г) или 20,1% ВВП. По своему характеру бюджет ориентирован на социальную сферу (4,3 трлн руб. или 31,8% всех расходов), расходы на которую сопоставимы с затратами на национальную оборону, безопасность и правоохранительную деятельность (4,2 трлн руб. или 31,3% всех расходов). Большая часть расходов на социальную сферу представляет собой трансферт Пенсионному фонду России – 2,9 трлн руб. (21,6% всех расходов).

Доходы и дефицит федерального бюджета, 2007-2012



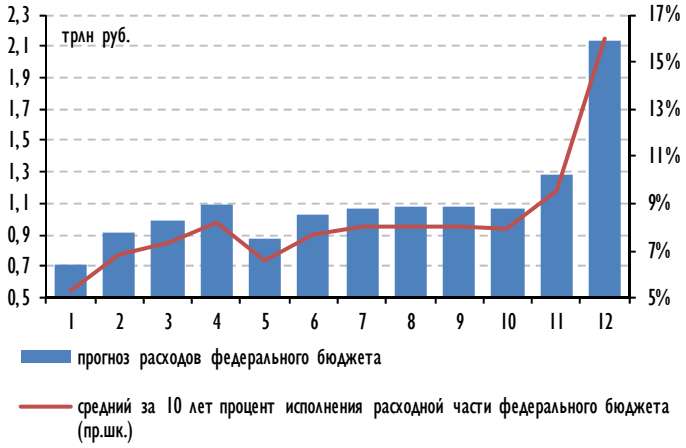
Источник: Минфин, расчеты Газпромбанка

Структура налоговых доходов федерального бюджета в 2013



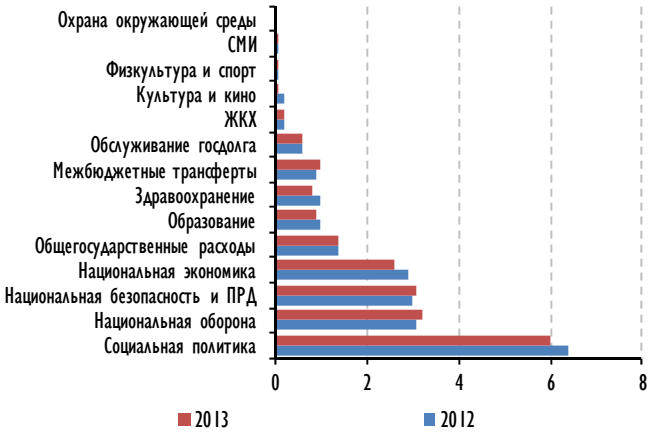
Источник: Минфин

Прогноз кассового исполнения расходной части бюджета на 2013 (по месяцам)



Источник: Минфин, расчеты Газпромбанка

Расходы федерального бюджета по статьям (% ВВП), прогноз на 2012-2013

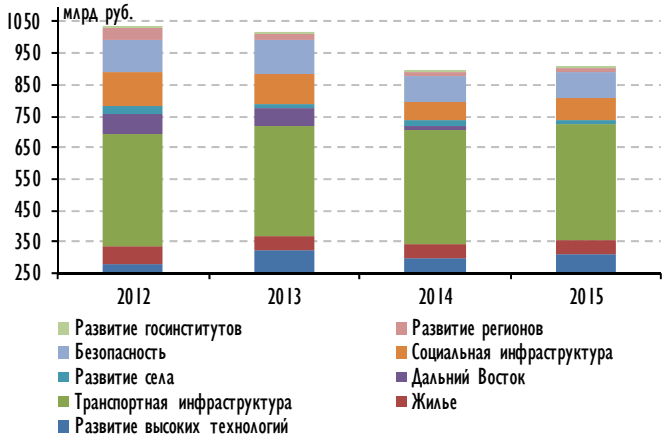


Источник: Минфин

В 2013 г. **снижается объем бюджетных ассигнований по разделу «Национальная экономика»** на 3,0% от уровня 2012 г. (до 1,7 трлн руб.), что является одним из факторов замедления экономического роста. Внутри раздела отмечается существенный рост расходов на дорожное хозяйство (на 14,8% до 450,1 млрд руб.) в виде субсидий ГК «Автодор» в рамках ФЦП «Развитие транспортной системы» и ассигнований на капитальный ремонт и содержание автодорог. Отмечается также увеличение финансирования по статье «Исследование и использование космического пространства» – на 38,5% г/г до 47,2 млрд руб. – здесь основной объем расходов будет направлен на мероприятия Федеральной космической программы России и ФЦП по развитию системы ГЛОНАСС.

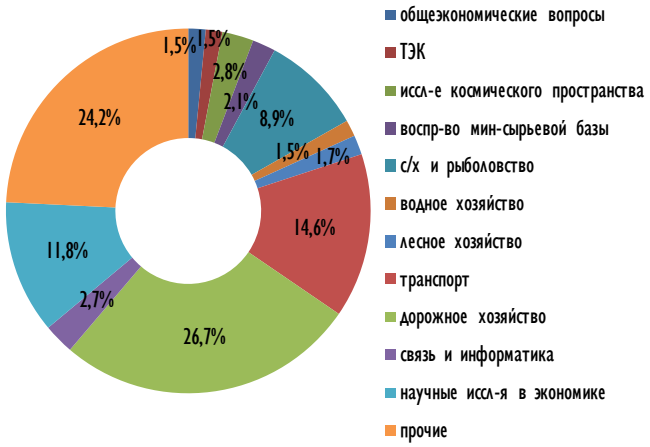
Кроме того, **запланировано субсидирование части процентной ставки по кредитам** промышленных предприятий, привлеченным для модернизации и технического перевооружения. В Правительстве рассчитывают, что за счет этой программы процентная ставка может быть снижена до 7,0-9,0%, и это позволит привлечь дополнительные кредитные ресурсы **в объеме до 680,0 млрд руб.**

Распределение расходов бюджета по федеральным целевым программам, 2012-2015



Источник: Минфин

Распределение расходов по статье «Национальная экономика» в 2013 г.



Источник: Минфин

Баланс бюджета в 2013 г. достигается при цене на Urals в 105,1 долл./барр., что на 11,1 долл. меньше, чем в 2012 г. Анализ чувствительности показывает, что в случае сохранения текущего уровня цен на нефть марки Urals (110,0 долл./барр.) профицит бюджета достигнет 0,5 трлн руб. или 0,8% ВВП.

При негативном сценарии развития внешнеэкономической конъюнктуры, средств Резервного фонда (1,9 трлн руб.) хватит для покрытия бюджетного дефицита при условии, что среднегодовой уровень цены на Urals не пойдет ниже 85 долл./барр.

Анализ чувствительности дефицита федерального бюджета к изменению цены на Urals

Цена на нефть марки Urals, долл./барр.	110	105	100	95	90	85	80	75	70
ВВП, трлн руб.	68,5	67,0	66,0	65,4	65,0	64,8	64,0	63,2	62,1
Нефтегазовые доходы, трлн руб.	6,7	6,5	6,2	6,0	5,8	5,5	5,3	5,0	4,8
Дефицит бюджета, трлн руб.	0,5	0,0	-0,2	-0,5	-1,2	-1,8	-2,4	-3,0	-3,7
Дефицит бюджета, % ВВП	0,8%	0,0%	-0,4%	-0,8%	-1,8%	-2,8%	-3,8%	-4,8%	-5,9%

Источник: Минфин, расчеты Газпромбанка

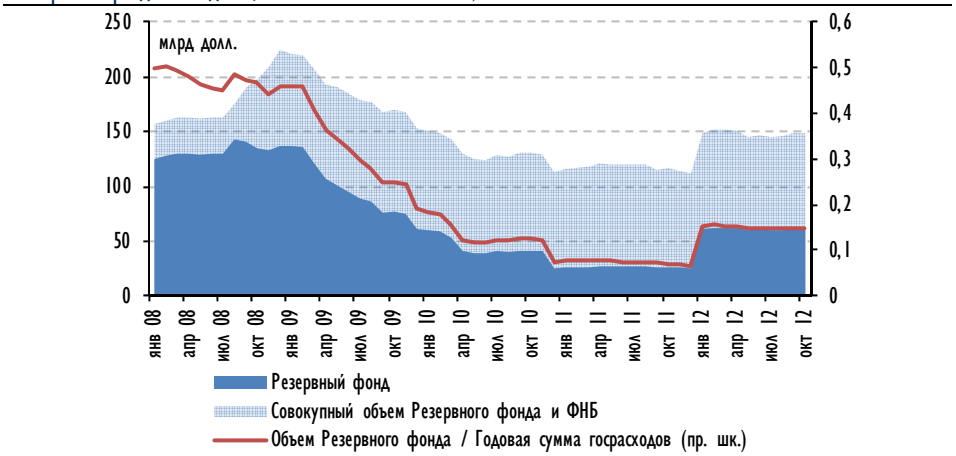
Расчетная величина бюджетного дефицита в 2013 г. составляет 521,4 млрд руб. (0,8% ВВП) против 42,7 млрд руб., ожидаемых по итогам 2012 г. В контексте денежного рынка кассовое исполнение федерального бюджета **будет выступать источником изъятия ликвидности.** Расходы бюджета будут распределены более неравномерно (в пользу декабря), чем это было в 2012 г. («предвыборный перенос» части расходов на начало года). Соответственно, большую часть года бюджет будет профицитным, а реальный дефицит **возможен только в ноябре-декабре.**

В 2013 г. давление бюджетного дефицита на внутренний долговой рынок будет более слабым, чем в 2012 г. Это обусловлено снижением объема чистого размещения ОФЗ почти на 37,0% г/г и ростом расходов на обслуживание государственного и муниципального долга на 11,0% г/г.

Программа заимствований на внешнем и внутреннем рынках предполагает **наращивание госдолга в объемах, значительно превышающих величину дефицита.** С точки зрения денежного рынка наращивание госдолга в интересах пополнения Резервного фонда выступает фактором сжатия ликвидности банковского сектора или стерилизации денежной эмиссии. Такая ситуация сложилась в 2011 г. и повторится в 2012-2015 гг. Для компенсации стерилизационного эффекта Банку России придется нарастить рефинансирование в объеме прироста Резервного фонда.

Относительно показателей бюджетного дефицита, содержащихся в Законе №371-ФЗ (предыдущая версия бюджета), произошли достаточно серьезные изменения. Ранее предполагалось, что в 2013 г. чистое размещение ОФЗ составит 1,2 трлн руб. Теперь же этот показатель сжимается до 449,0 млрд руб. (-503,3 млрд руб. относительно 371-ФЗ), при этом Резервный фонд абсорбирует 373,4 млрд руб.

Резервный фонд и Фонд национального благосостояния, 2008-2012



Источник: Bloomberg

Общая сумма размещений ОФЗ в 2013 г. составит 1,2 трлн руб., погашения – 764,6 млрд руб. На внешнем рынке Минфин планировал занять 235,6 млрд руб. (погашения по внешнему долгу – 77,7 млрд руб.). С учетом того, что расходы по статье «Обслуживание государственного и муниципального долга» равны 425,3 млрд руб., можно заключить, что **размещения ОФЗ в 2013 г. не будут оказывать давление на внутренний долговой рынок.**

Источники финансирования дефицита федерального бюджета на 2013-2015 гг. (млрд руб.)

		2012	2013	2014	2015	2013/2012	2015/2012
ВСЕГО ИСТОЧНИКОВ	млрд руб.	135,1	521,4	143,6	10,8	285,9%	-92,0%
	% ВВП	0,2	0,8	0,2	0,0		
Государственные заимствования	млрд руб.	836,9	606,5	563,4	414,4	-27,5%	-50,5%
	% ВВП	1,4	0,9	0,8	0,5		
Привлечения	млрд руб.	1519,9	1448,8	1079,3	1356,4	-4,7%	-10,8%
	% ВВП	2,5	2,2	1,5	1,6		
внутренние	млрд руб.	1310,2	1213,2	842,2	1114,8	-7,4%	-14,9%
	% ВВП	2,1	1,8	1,1	1,3		
внешние	млрд руб.	209,7	235,6	237,1	241,6	12,4%	15,2%
	% ВВП	0,34	0,35	0,32	0,29		
Погашения	млрд руб.	-683,0	-842,0	-515,9	-942,0	23,3%	37,9%
	% ВВП	-1,1	-1,3	-0,7	-1,1		
внутренние	млрд руб.	-600,4	-764,6	-443,7	-808,3	27,3%	34,6%
	% ВВП	-0,98	-1,15	-0,60	-0,97		
внешние	млрд руб.	-82,6	-77,7	-72,3	-133,7	-5,9%	61,9%
	% ВВП	-0,1	-0,1	-0,1	-0,2		
Сальдо внутренних размещений	млрд руб.	709,8	448,6	398,5	306,5	-36,8%	-56,8%
	% ВВП	1,16	0,67	0,54	0,37		
Сальдо внешних размещений	млрд руб.	209,6	235,5	237,0	241,4	12,4%	15,2%
	% ВВП	0,34	0,35	0,32	0,29		
Приватизация	млрд руб.	300,0	427,7	330,8	595,1	42,6%	98,4%
	% ВВП	0,5	0,6	0,4	0,7		
Иные источники	млрд руб.	-1001,8	-512,8	-750,6	-998,7	-48,8%	-0,3%
	% ВВП	-1,6	-0,8	-1,0	-1,2		

Источник: Минфин, расчеты Газпромбанка

Из других источников финансирования дефицита госбюджета важнейшим является **приватизация**. Согласно планам Правительства РФ (утвержденным распоряжением Правительства РФ от 27 ноября 2010 г. №2102-р), доходы от приватизации в течение 2011-2013 гг. оцениваются в 1,0 трлн руб. В соответствии с ФЗ о бюджете в **2013 г. планируется привлечь 427,7 млрд руб.** В октябре министр экономического развития А. Белоусов уточнил, что от восьми крупнейших сделок может быть получено 260,0-270,0 млрд руб. (против 223,0 млрд руб. в 2012 г.): Совкомфлот, ВТБ, Алроса, Роснефть (пакет до 6%), Архангельский траловый флот, ТГК-5, авиакомпания «Сибирь», «Мосэнергострой».

Рубль на пути к девальвации, ставки – курс на понижение

- **Российская валюта в 2013 г. станет еще более волатильной,** сокращение присутствия ЦБ на рынке и стремительное «проедание» счета текущих операций (через 5 лет ожидаем дефицит) окажут существенное понижательное давление на рубль (среднегодовой курс – 31,5 руб./долл.)
- **Чистый отток капитала частного сектора снизится** в 2013 г. до 50,0–60,0 млрд долл. В начале года ожидаем приток иностранного капитала после полноценного старта систем Euroclear и Clearstream, в 1К12 возможно снижение курса USD/RUB до 30,0-30,5 руб.
- **Банк России перейдет к снижению процентных ставок** из-за усиления рисков экономического роста и стабилизации инфляции. В 2013 г. ЦБ позволит нарастить долгосрочное рефинансирование за счет новых 3-летних инструментов фондирования. Стоимость «длинных денег» может снизиться за счет перехода к плавающим ставкам.

«Перестройка» платежного баланса: негатив пока превалирует

Тенденции, наблюдаемые в структуре платежного баланса России, в совокупности с ослаблением присутствия ЦБ РФ на валютном рынке формируют механизм долгосрочной девальвации рубля. В 2013 г. мы видим среднегодовую цену **Urals на уровне 107,4 долл./барр. и соответствующий рост курса USD/RUB до 31,5 руб./долл.**, что, вообще говоря, ниже, чем в нашем последнем официальном прогнозе на 2012 г. (31,8 руб./долл. – «Экономика России во 2П12: Тихая гавань-2. Перезагрузка» от 27 июля 2012 г.). Однако ввиду событий, произошедших в мировой экономике в сентябре, мы корректируем оценку на 2012 г. до 31,2 руб. долл. (-0,5 руб.). Внутригодовая волатильность рубля усилится. Например, в начале года возможно его укрепление (снижение курса до 30,0-30,5 руб./долл.) за счет притока капитала после полноценного старта систем Euroclear и Clearstream.

Платежный баланс в 2013 г. будет испытывать на себе влияние двух противоположно направленных тенденций: сокращение сальдо счета текущих операций до 60,0 млрд долл. (на 37,0 млрд долл. меньше, чем в 2012 г.) и замедление чистого оттока частного капитала до 50,0-60,0 млрд долл. (против 70,4 млрд долл. в 2012 г.). Очевидно, что негативное воздействие первой тенденции сильнее, чем второй, что и объясняет неизбежность ослабления рубля на фоне проводимой валютной политики.

Основными факторами сжатия сальдо **счета текущих операций** являются:

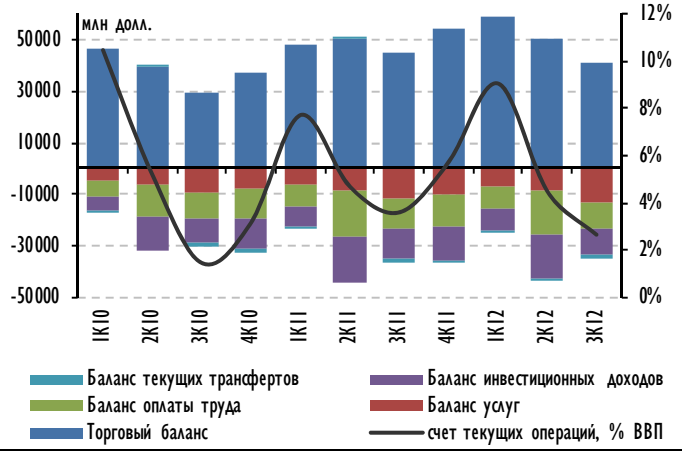
- Замедление темпов роста мировой торговли как следствие ухудшения фундаментальных макропоказателей ведущих стран-торговых партнеров России. В частности, Еврокомиссия ожидает, что ВВП еврозоны по итогам 2012 г. сократится на 0,4% г/г, а в 2013 г. прирост составит всего 0,1% г/г. По ЕС в целом оценки также не внушают оптимизма: 2012 г. – минус 0,3% г/г, 2013 г. – плюс 0,4% г/г.
- Ослабление курса евро против доллара, обусловленное «бегством в качество» из-за роста опасений относительно перспектив экономики еврозоны. Как следствие, пострадает спрос на основные товары российского экспорта.

Результатом взаимодействия данных факторов будет сокращение **сальдо торгового баланса до** 180 млрд долл. или **7,6% ВВП** против 8,9% в 2012 г. Динамика **экспорта** будет весьма скромной, в номинальном выражении он вырастет на 2,5-3,0% (до 550,0-560,0 млрд долл.), в т.ч. экспорт топливно-энергетических товаров – примерно на 0,8% (до 370,0 млрд долл.).

Со стороны **импорта** мы видим более уверенный рост физических и стоимостных объемов (за счет фактора ВТО, а также опережающего роста внутреннего спроса по отношению к внешнему) – порядка 12,0% г/г до 380,0 млрд долл. Структура импорта не претерпит особых изменений, за исключением наметившегося роста ввоза машин, оборудования и транспортных средств (за 9М12 их доля достигла 51,6% против 49,5% за аналогичный период 2011 г.). Возможно увеличение инвестиционной составляющей в структуре импорта, что обусловлено окончанием «инвестиционной паузы» в экономике.

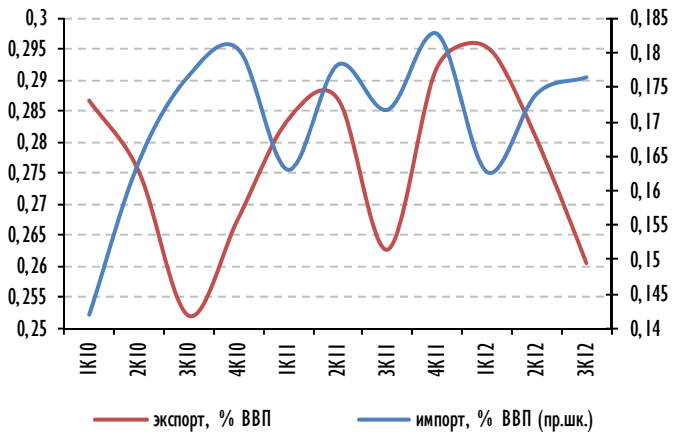
Возможности импортозамещения расширятся, но ближе к концу года, когда будет запущен цикл обновления основных фондов. На сегодняшний день для импортозамещения существует естественное ограничение – загрузка производственных мощностей в обрабатывающей промышленности достигла своих предкризисных уровней (63,0–65,0%)

Счет текущих операций, 2010-2012 гг.



Источник: ЦБ РФ, Газпромбанк

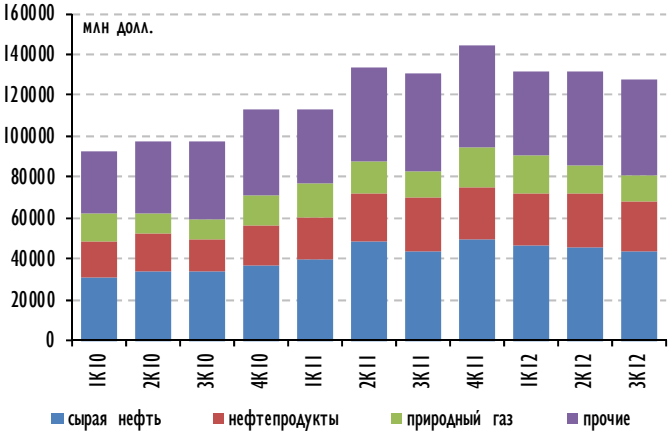
Экспорт и импорт товаров как доли ВВП, 2010-2012 гг.



Источник: Росстат

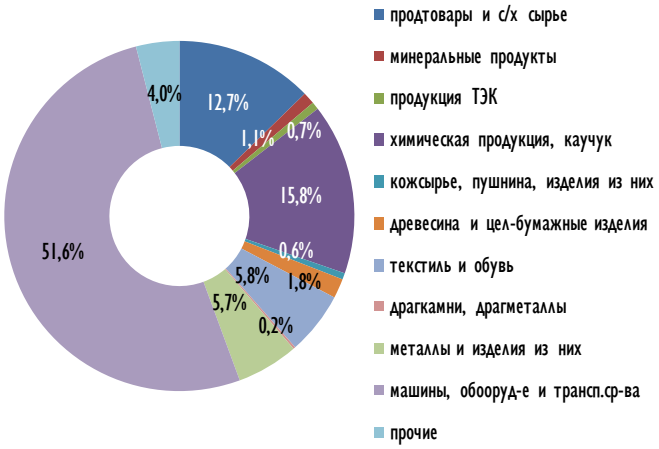
По нашим оценкам, **дефицит баланса инвестиционных доходов в 2012 г.** (-50,5 млрд долл.) будет **в 7,5 раз больше, чем 10 лет назад** (-6,8 млрд долл.) и это на фоне масштабного оттока капитала. Фактически это означает, что большая доля частного капитала, утекающего за границу, приходится на иностранное потребление, а не на инвестиции. В последний год углубление дефицита по инвестиционным доходам остановилось, но мы считаем, что в 2013 г. тенденция изменится вследствие опережающего роста внешнего долга (9М12 – 13,2% г/г) по сравнению с увеличением сальдо торгового баланса (9М12 – 4,5% г/г).

Товарная структура экспорта, 2010-2012 гг.



Источник: ЦБ РФ

Товарная структура импорта из стран дальнего зарубежья за 9М12



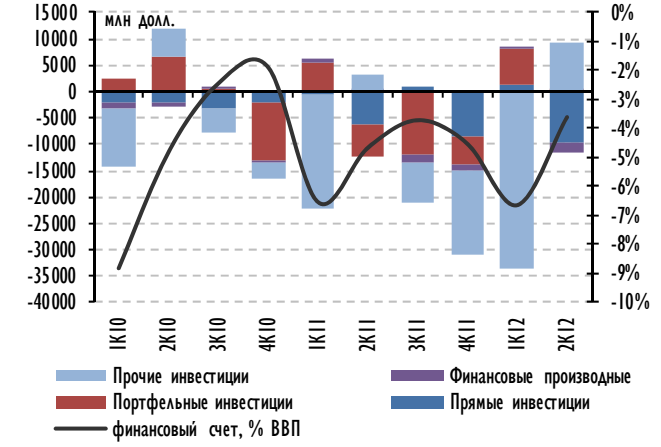
Источник: ФТС России

В конечном итоге данные тенденции обуславливают **«проедание» счета текущих операций,** что косвенно выражается в росте нефтяных цен, обеспечивающих его бездефицитность (в противоположность аналогичному показателю по федеральному бюджету). Если в 2006 г. этот уровень в терминах нефти марки Brent составлял 60,0 долл./барр., то в 2012 г. он вырос до 85,0 долл./барр.

Основным фактором улучшения **счета операций с капиталом и финансовыми инструментами** является либерализация внутреннего финансового рынка для нерезидентов за счет полноценного функционирования систем Euroclear и Clearstream. Безусловно, чистый приток капитала частного сектора, как и профицит «капитального» счета, в 2013 г. России не грозит, коль скоро мы не ожидаем «перегрева» экономики. Мы полагаем, что в новом году чистый отток капитала частного сектора сократится до 50,0-60,0 млрд долл. (против 70,4 млрд долл. по итогам 2012 г.)

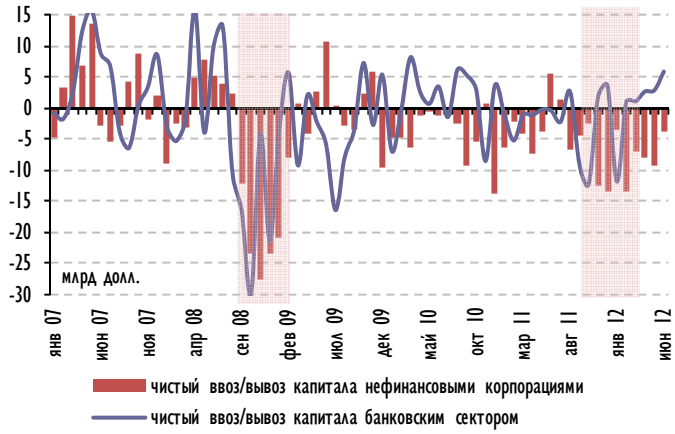
Даже если либерализация рынка госдолга увеличит объем иностранных инвестиций в этой сфере до 15,0-20,0 млрд долл. (против 6,6 млрд долл. на 1 октября 2012 г.), на среднегодовом курсе рубля это отразится лишь замедлением ослабления (а не структурным укреплением). Риски со стороны сокращения торгового баланса, а вместе с ним и всего счета текущих операций (на 37,0 млрд долл. до 60,0 млрд долл.), при базовой цене на Urals около 107,0 долл./барр., гораздо выше.

Финансовый счет платежного баланса, 2010-2012



Источник: ЦБ РФ

Чистый отток капитала частного сектора, 2007-2012



Источник: ЦБ РФ

Валютная политика ЦБ РФ: «Laissez-faire»

В сентябре 2012 г. Первый зампред Банка России А. Улюкаев заявил об отмене плавающего коридора бивалютной корзины (31,65-38,65 руб.) к 2015 г., при этом обязательство защищать границы коридора однозначно останется в 2013 г. В этой связи **мы считаем, что в 2013 г. российскому рублю не придется переживать потрясения**, большие, чем это было в 2012 г.

Напомним, что ЦБ объявил о переходе к политике инфляционного таргетирования и отказе от управления валютным курсом в Проекте денежно-кредитной политики на 2010 г. С тех пор **степень присутствия регулятора на внутреннем валютном рынке заметно снизилась**. Так, совокупный объем операций Банка России с долларом США на внутреннем валютном рынке за 10М12 был на 52,0% меньше, чем за 10М11, и на 63,0% меньше, чем за 10М10.

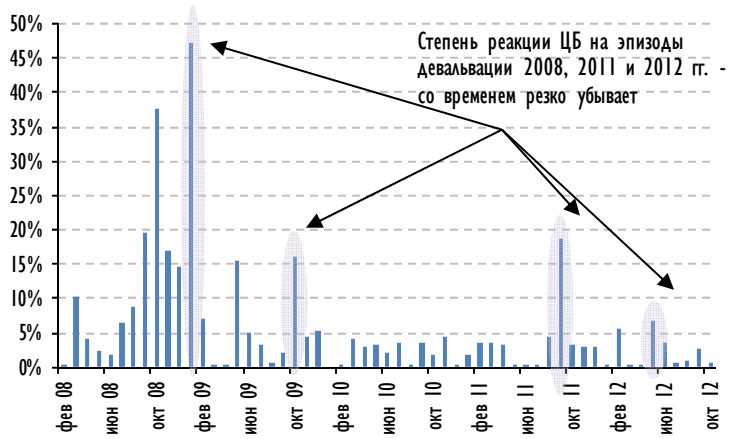
Интервенции Банка России на внутреннем валютном рынке, млрд долл. (млрд евро)

	10M10	2010	10M11	2011	10M12	10M12/10M11	10M12/10M10
Объем операций с долларами США	46,0	51,5	35,6	38,7	17,1	-52,0%	-62,8%
Сальдо операций с долларами США	37,2	31,7	11,9	8,7	7,1	-40,3%	-80,9%
покупки, всего	41,6	41,6	23,7	23,7	12,1	-48,9%	-70,9%
в т.ч. целевые	13,9	13,9	18,9	18,9	11,3	-40,2%	-18,7%
продажи, всего	4,4	9,9	11,8	15,0	5,0	-57,6%	13,6%
в т.ч. целевые	3,3	6,6	4,9	8,0	4,7	-4,1%	42,4%
Объем операций с евро	3,9	4,7	5,1	5,4	1,3	-74,5%	-66,7%
Сальдо операций с евро	2,7	1,9	2,9	2,6	0,5	-82,8%	-81,5%
покупки, всего	3,3	3,3	4,0	4,0	0,9	-77,5%	-72,7%
в т.ч. целевые	1,6	1,6	3,1	3,1	0,8	-74,2%	-50,0%
продажи, всего	0,6	1,4	1,1	1,4	0,4	-63,6%	-33,3%
в т.ч. целевые	0,5	1,0	0,6	0,9	0,4	-33,3%	-20,0%

Источник: ЦБ РФ, расчеты Газпромбанка

Сальдо операций покупки-продажи иностранной валюты ЦБ РФ в 2010-2011 гг. и за 10М12 оставалось положительным, что свидетельствует о том, что **регулятор активнее препятствует укреплению рубля**, нежели его ослаблению. Это также подтверждается динамикой нашего обновленного индикатора давления на валютный рынок (EMPR), который демонстрирует все меньшие колебания в последних эпизодах девальвации рубля, что отражает смену приоритетов ЦБ при выборе режима валютного курса. Очевидно, что данный императив валютной политики сохранится и в 2013 г.

Индикатор давления на валютный рынок (EMPR)*



Источник: Bloomberg

* - Обновленный индикатор EMPR использует отношение «М2/ международные резервы» для анализа степени давления внутренней денежной массы на отток капитала (а значит и вероятность спекулятивной атаки на курс национальной валюты):

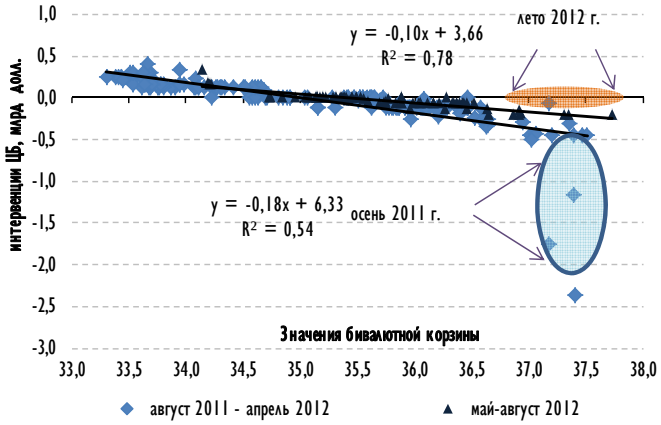
$$EMPR_t = \frac{\left|\frac{\Delta e_t}{e_{t-1}}\right|}{\left|\frac{\Delta e_t}{e_{t-1}}\right| + \left|\frac{\overline{M2_{t-1}}}{\Delta R_t}\right|}$$

Где e_t - обменный курс; $\overline{M2}_t$ - скользящее среднее денежной массы за последние 12М;

ΔR_t - прирост международных резервов.

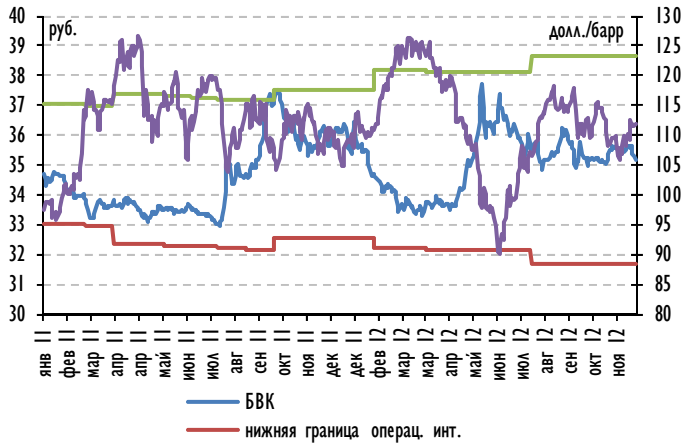
Мы ожидаем, что ЦБ будет усиливать присутствие на валютном рынке лишь в тех случаях, когда **валютные факторы будут генерировать инфляционные риски** (например, как это было в конце мая – начале июня этого года). В этом случае курс USD/RUB должен пересечь отметку в 33,0 руб./долл.

Интервенции Банка России в периоды девальвации рубля (2011-2012)



Источник: ЦБ РФ, Газпромбанк

Границы операционного интервала бивалютной корзины, 2011-2012



Источник: Data Stream Thomson Reuters, ЦБ РФ

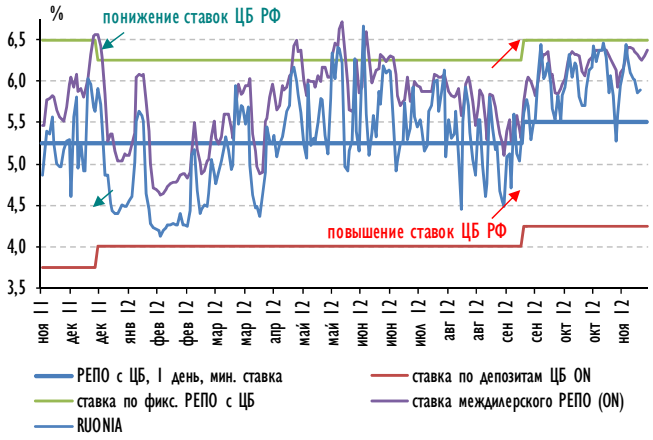
Процентные ставки: возможны ли подарки от ЦБ

Сентябрьское повышение ключевых ставок ЦБ РФ позволило обуздать инфляцию на приемлемом уровне (6,4-6,5% г/г на 20 ноября, ожидаемое значение по итогам 2012 г. – 6,8%). Кроме того, **впервые за последний год в ЦБ заговорили об повышении рисков экономического роста**. Об этом 13 ноября сообщил журналистам Первый зампред Банка России А. Улюкаев, который подчеркнул, что баланс смещается в сторону рисков роста экономики, но пока они не столь весомы, чтобы предпринимать определенные действия.

Учитывая, что в 2013 г. Россию ждет замедление основного драйвера роста и достаточно консервативная бюджетная политика, **снижение ключевых ставок ЦБ РФ на 25 б.п. нам представляется вполне логичным в 2013 г.** Безусловно, инфляционные риски нельзя окончательно списывать со счетов, мы полагаем, что ставки в новом году повысят всего один раз.

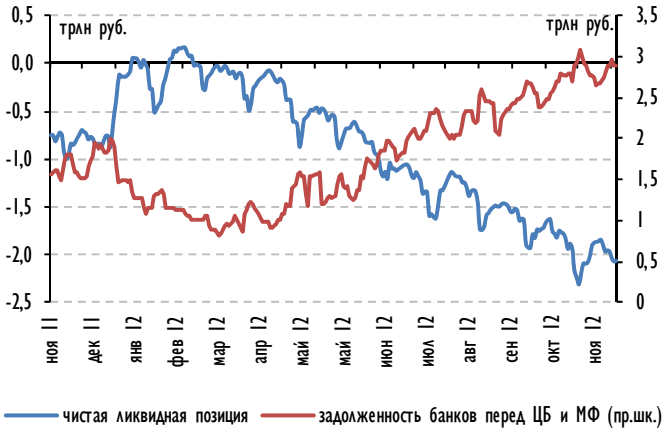
В этой связи мы ожидаем, что снижение ставок денежного рынка будет обусловлено структурными факторами. Среднегодовой уровень **однодневной ставки междилерского РЕПО мы видим вблизи 5,65%** (против 5,78% в 2012 г.). Асимметричность снижения ключевых ставок ЦБ РФ и междилерского РЕПО объясняется сохранением неравномерного распределения ликвидности в банковской системе. Фактически этот механизм уже проявил себя: с момента последнего ужесточения процентной политики (14 сентября) средний уровень ставок вырос более чем на 50 б.п. (с 5,66% – 1 января-13 сентября, до 6,18% – 14 сентября-22 ноября).

Процентные ставки ЦБ РФ, RUONIA, междилерское РЕПО, 2011-2012



Источник: Росстат

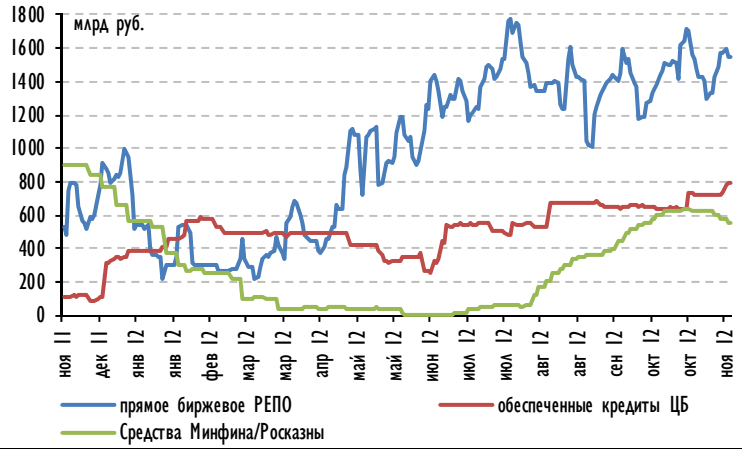
Чистая ликвидная позиция и задолженность банков перед ЦБ и Минфином/ Росказной, 2011-2012



Источник: Росстат

В 2013 г. ожидается введение ряда инноваций от Банка России, призванных расширить объемы и доступ банков к рефинансированию. В частности, зампред ЦБ РФ С. Швецов заявлял, что в новом году регулятор перейдет к **плавающим ставкам по инструментам рефинансирования на срок свыше 1 месяца** (РЕПО, обеспеченным кредитам, валютным свопам). На роль индикативной ставки рассматриваются два основных варианта: RUONIA и ставка аукционного РЕПО.

Задолженность банков по операциям РЕПО с ЦБ РФ, обеспеченным кредитам и перед Минфином/ Росказной, 2011-2012



Источник: Росстат

Важным элементом системы рефинансирования станут **долгосрочные кредиты ЦБ РФ (сроком на 3 года).** Введение подобных инструментов требует переработки существующего законодательства, ограничивающего срок операций ЦБ РФ одним годом. В случае положительного решения данной проблемы мы ожидаем повышенного интереса со стороны наиболее крупных банков, реализующих масштабные проекты в области национальной экономики.

Задолженность банков перед ЦБ РФ на 30 ноября 2012 г. оценивается на уровне 2,67 трлн руб., из которых 1,89 трлн руб. приходится на операции РЕПО и 778,4 млрд руб. на наиболее дорогие обеспеченные кредиты под нерыночные активы и поручительства. По словам замдиректора Департамента финансовой стабильности ЦБ РФ С. Моисеева, регулятор потенциально готов довести рефинансирование банков в 2013 г. до 4,0 трлн руб. В то же время, согласно денежной программе Банка России, валовой кредит банкам планируется довести максимум до 3,8 трлн руб. (против 3,0 трлн руб., ожидаемых на конец 2012 г.).

По состоянию на 1 октября 2012 г. объем бумаг, переданных ЦБ РФ в качестве обеспечения по операциям прямого биржевого РЕПО составляет 1,46 трлн руб., в т.ч. 1,39 трлн руб. приходится на облигации. При этом потенциально банки могут привлечь еще 2,43 трлн руб. за счет имеющегося обеспечения. Иными словами, на конец 3К12 залоговая база оказалась исчерпанной всего на 37,6%, что является позитивным сигналом в контексте возможностей дальнейшего наращивания задолженности банков перед ЦБ РФ.

Газпромбанк

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

Департамент анализа рыночной конъюнктуры

Алексей Демкин, CFA
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
Эрик Де Пой
+7 (495) 983 18 00, доб. 54440

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

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
Виталий Баикин
+7 (495) 983 18 00 доб. 54072

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
Андрей Клапко
+7 (495) 983 18 00, доб. 21401

Количественный анализ и ИТ развитие
Тимур Семенов
+7 (495) 287 61 00 доб. 54424

Редакторская группа
Михаил Сиделёв
+7 (495) 983 18 00, доб. 54084

Управление анализа инструментов с фиксированной доходностью

Алексей Дёмкин, CFA
Начальник управления
+7 (495) 980 43 10
Alexey.Demkin@gazprombank.ru

Стратегия
Иван Синельников
+7 (495) 983 18 00
доб. 54074
Алексей Тодоров
+7 (495) 983 18 00
доб. 54443

Кредитный анализ
Яков Яковлев
+7 (495) 988 24 92
Юрий Тулинов
+7 (495) 983 18 00
доб. 21417
Екатерина Зиновьева
+7 (495) 983 18 00
доб. 54442

Дмитрий Селиванов
Андрей Малышенко

Татьяна Андриевская
+7 (495) 287 62 78

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 Войниконис
+7 (495) 983 74 19
Артем Белобров
+7 (495) 988 24 11

Управление рынков фондового капитала

Алексей Семенов, CFA
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

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 Миронов
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
Себастьен 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

Трейдинг +7 (800) 200 70 88

Денис Филиппов
+7 (495) 428 49 64
Дамир Терентьев
+7 (495) 983 18 89

Тимур Зубайраев, CFA
+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.