

## ПЕРСПЕКТИВЫ РОССИЙСКОЙ ЭКОНОМИКИ

### Тяжелый год остался позади. Чего ждать в дальнейшем?

**Опыт кризиса...** Большинство отраслей российской экономики вышли из кризиса в сравнительно неплохой форме. Исключение составляют автомобилестроение и нежилищное строительство, понесшие тяжелые потери от закрытия кредитных рынков и изменения приоритетов корпоративного сектора и населения в расходовании средств. Возможно, главным уроком кризиса для государства и частного сектора стало осознание того, сколь важна благоразумная бюджетная политика и поддержание высоких стандартов управления рисками.

**...позволит добиться более устойчивого роста.** Мы думаем, что кризис сослужил российской экономике добрую службу. Бремя внешнего долга частного сектора будет и дальше уменьшаться, в экономической политике будет уделяться существенно больше внимания внутренним факторам роста, улучшится инвестиционный климат. Благодаря последовательному увеличению банковского кредитования и повышению потребительского спроса экономика вырастет на 5,5% по итогам 2010 г., а в следующие три года будет расти на 5–6% в год.

#### ПРЕОДОЛЕНИЕ КРИЗИСА: ГЛАВНЫЕ УРОКИ...

**Резкое падение ВВП привело к пересмотру экономической политики.** Резкое падение ВВП привело к возобновлению дискуссий о движущих силах роста. Результатом, вероятно, станет улучшение инвестиционного климата.

#### ...И РЕЗУЛЬТАТЫ

**Добывающий сектор и реальные доходы населения оказались устойчивыми к кризису.** Автомобилестроение и нежилищное строительство понесли в ходе кризиса самые тяжелые потери, в то время как объем производства в российском ресурсном секторе сократился лишь на 1,2%, а реальные располагаемые доходы населения выросли на 1,9%. В 2010 г. рост экономики также будет поддерживаться добывающим сектором и потребительским спросом.

#### МАКРОЭКОНОМИЧЕСКАЯ СИТУАЦИЯ УЛУЧШИТСЯ

**Сформированы условия для будущего устойчивого роста.** Глубокий спад российской экономики в прошлом году связан с перегревом внутреннего кредитного и ипотечного рынков. В дальнейшем рост станет результатом положительных перемен в мировой и российской экономике (повышение спроса, стабилизация банковского сектора, оживление инвестиционной активности).

#### ОЩУТИМОЕ УЛУЧШЕНИЕ ВНЕШНЕЙ ПОЗИЦИИ

**Состояние госфинансов улучшилось, банки возобновляют кредитование.** Перед кризисом огромные финансовые резервы едва покрывали значительный объем частного внешнего долга. Реструктуризация долга, консервативная бюджетная политика, более эффективное управление рисками и стабилизация валюты – все это позволило улучшить ситуацию с государственными финансами, оживилось и банковское кредитование.

#### ОСНОВНОЙ РИСК 2010 Г. – ИНФЛЯЦИЯ

**Зависимость от мировой экономики может привести к росту инфляции** Самый серьезный макроэкономический риск – внешняя конъюнктура. Россия стала существенно сильнее, чем когда-либо в прошлом, зависеть от мировых потоков капитала, перспектив роста мировой экономики и инфляции. По мере восстановления мировой экономики, станет, вероятно, ускоряться и инфляция, что может выразиться в резком развороте инфляционного тренда в России.

#### Худшее позади

Макроэкономическая динамика 2009 г. и прогноз на 2010 г., изм. за год, %

	2008	2009	2010П **
ВВП	5,6	(7,9)	5,5
Промышленное производство	2,1	(10,8)	8,2
Инвестиции в основной капитал	9,1	(17,0)	6,1
Оборот розничной торговли	13,0	(5,5)	5,3
Реальные доходы	2,7	1,9	3,4
Инфляция потребительских цен	13,3	8,8	9,0
Инфляция цен производителей	(7,0)	13,9	16,3
Дефицит федерального бюджета, % ВВП	4,1	(5,9) *	1,0
Экспорт, млрд долл.	471,6	303,3 *	370,8
Импорт, млрд долл.	291,9	192,7 *	232,6
Очет текущих операций, млрд долл.	102,3	47,5 *	79,1
Руб./долл. (среднегодовой)	24,9	31,7	28,1
Цена Urals, долл./барр.	94,7	61,3	71,5

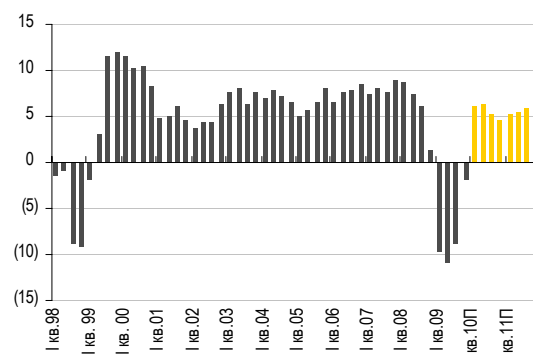
\* Предварительная официальная оценка

\*\* Прогноз УРАЛСИБа

Источники: Росстат, Минфин, Минэкономразвития, ЦБ РФ, оценка УРАЛСИБа

#### Возвращение на траекторию роста

Фактические и прогнозные показатели ВВП, год к году, %



Источники: Росстат, оценка УРАЛСИБа

## ПРЕОДОЛЕНИЕ КРИЗИСА: ГЛАВНЫЕ УРОКИ

**Аутсайдер в группе БРИК.** В 2009 г. Россия испытала самый глубокий экономический спад среди стран БРИК. Сокращение российского ВВП лишь отчасти объясняется сильной зависимостью экономики от сырьевого экспорта, главной же его причиной мы считаем «остужающее» влияние мирового финансового кризиса на перегретую российскую экономику. Долгосрочная модель экономического роста, в рамках которой дешевые внешние заимствования способствовали чрезмерному росту внутреннего кредитования и объема инвестиций, оказалась неустойчивой в долгосрочной перспективе, и, если бы не кризис, дело могло закончиться и существенно более глубоким спадом, чем тот, который мы наблюдали в прошлом году.

**Самое сильное падение ВВП за 16 лет...** Согласно предварительной оценке Росстата, по итогам 2009 г. падение российского ВВП составило 7,9% и оказалось самым глубоким с 1994 г. Столь серьезный экономический спад стал для рынка неожиданностью и встревожил инвесторов, многие из которых предпочли пересмотреть стратегию инвестиций в российские активы. Обычно главной причиной прошлогоднего спада называют сильную зависимость российской экономики от цен на сырьевые товары, особенно нефть. Соглашаясь с тем, что снижение доходов от нефтегазового экспорта сыграло важную роль в переломе тенденции к росту в 2008–2009 г., мы все же склонны винить в резком спаде экономической активности не столько снижение цен на нефть, сколько рискованную и потому неустойчивую модель развития в докризисные годы, при которой ставка во все большей мере делалась на дешевые кредитные ресурсы.

**...не имело тяжелых социальных последствий...** Фактическое закрытие мировых кредитных рынков после банкротства Lehman Brothers стало для российского корпоративного сектора, денежных властей и органов управления важным уроком. И все же следует подчеркнуть, что стране в любом случае пришлось бы пройти через это испытание, поскольку безудержное увеличение краткосрочного долга частного сектора в 2006–2008 г. было не что иное как пузырь, ждущий своего часа, чтобы лопнуть. И чем позже бы это произошло, тем тяжелее были бы экономические и социальные последствия для страны. С этой точки зрения мировой кредитный кризис стал для России весьма полезным и позитивным опытом, поскольку кризис разразился в самом начале цикла и позволил устранить опасные диспропорции наименее болезненным способом. Достаточно сказать, что, по данным Росстата, кризис не имел тяжелых социальных последствий для российского населения: по итогам 2009 г. реальные располагаемые доходы увеличились на 1,9%, а безработица выросла весьма умеренно – со среднего показателя на уровне 6,4% в предкризисный период до 8,4% в 2009 г., причем в прошлом году в стране была зарегистрирована лишь одна (!) забастовка.

### Экономический спад вызван кредитным сжатием и снижением цен на сырье

Вклад сектора в рост/сокращение ВВП, процентное отношение к добавленной стоимости, %\*

	I кв. 09	II кв. 09	III кв. 09	Основные факторы
Обрабатывающий сектор	(78,0)	(41,5)	(38,5)	кредит / спрос / экспорт
Розничная и оптовая торговля	2,4	(23,1)	(25,0)	рост накоплений / экспортные цены
Добывающий сектор	(57,3)	(21,1)	(17,8)	цены сырья / налоги
Строительство	(9,9)	(10,7)	(11,4)	кредит / спрос
Чистые налоги	(30,1)	(25,2)	(8,8)	цены сырья / экономика
Транспорт и связь	11,9	(0,7)	(1,4)	экономика
Финансовый сектор	7,9	1,9	(0,6)	девальвация / кредит / плохие кредиты
Недвижимость	11,0	7,8	1,3	кредит / спрос
Образование и здравоохранение	21,4	8,0	5,9	госфинансирование
Госсектор	22,1	7,8	7,0	госфинансирование
Сельское хозяйство	1,6	2,5	8,9	импортозамещение / госфинансирование
Другие сектора	(3,0)	(5,6)	(19,5)	

\*Доля в увеличении/снижении вновь созданной добавленной стоимости в российской экономике, изм. за год

Источники: Росстат, оценка УРАЛСИБа

**...но привело к существенному пересмотру экономической политики.** Однако российский бизнес и власти вынесли из кризиса как минимум три важных урока: (1) игра с низкими кредитными ставками может оказаться крайне опасной; (2) денежным властям следует более строго контролировать заимствования частного сектора, особенно компаний, фактически контролируемых государством и (3) в глобализованном мире накопление крупных суверенных резервов не спасет экономику от падения, если сохраняется ее сильная зависимость от продажи товаров, цены на которые подвержены циклическим колебаниям. По этой причине не следует удивляться тому, что кризис привел к столь существенному, столь и необходимому пересмотру экономической политики, в результате которого приоритет был отдан модернизации, диверсификации и созданию более благоприятного инвестиционного климата.

**Федеральный бюджет: напряженный, но выполнимый**

Расходная часть, млрд руб.

	Закон о бюджете-2010 (Дек-09)	Бюджет 2009 г.			2008 Факт
		Предвар. оценка (январь-10)	Пересмотр. редакция (апр-09)	Изначальная редакция (ноя-08)	
<b>Совокупные расходы</b>	<b>9 887</b>	<b>9 662</b>	<b>9 931</b>	<b>9 025</b>	<b>7 567</b>
Госуправление	1 332	-	1 018	1 209	835
включая обслуживание долга	304	-	203	198	153
Оборона	1 253	-	1 212	1 336	1 041
Правоохранительные органы	1 057	-	1 022	1 093	836
Экономика	1 218	-	1 744	1 075	1 025
Соц. сфера, культура, образов-е, здравоохранение	1 222	-	1 152	1 213	1 016
Дотации регионам	3 720	-	3 545	2 987	2 675
Прочее	84	-	240	112	140
<b>Доходы бюджета</b>	<b>6 950</b>	<b>7 336</b>	<b>6 714</b>	<b>10 927</b>	<b>9 276</b>
Дефицит/Профицит	(2 937)	(2 326)	(3 218)	1 902	1 709
В % ВВП	(6,8)	(5,9)	(8,2)	4,5	4,1
Цена Urals (факт/прогноз), долл./барр.	58,0	61,3	41,0	95,0	94,5

Источники: Минфин, оценка УРАЛСИБа

**...И РЕЗУЛЬТАТЫ**

**Спад возглавили автомобилестроение и строительство...** Согласно данным Росстата, по итогам 2009 г. самый глубокий спад производства в реальном секторе был зафиксирован в обрабатывающих отраслях (автомобилестроении и промышленности строительных материалов) и нежилом строительстве. До кризиса эти отрасли имели самую высокую долговую нагрузку, а в период кризиса понесли самые тяжелые потери от сжатия кредита на мировом и внутреннем рынках. Наибольшая уязвимость этих отраслей в условиях кризиса отражает мировую тенденцию, но в российском случае спад в них оказался существенно более глубоким, чем во многих других странах ввиду значительно более сильной зависимости от кредитных ресурсов и непрерывного притока государственных инвестиций. По мере распространения кризиса объем последних резко сократился, поскольку правительство было вынуждено перераспределить значительную часть инвестиционных ресурсов на социальные расходы.

**...в связи с сокращением государственных и частных инвестиций.** По нашей оценке, основанной на данных ВВП за 9 месяцев 2009 г. (подробные данные по ВВП за 2009 г. пока отсутствуют) спад российской экономики стал результатом резкого ухудшения показателей в пяти основных сферах: обрабатывающих отраслях, торговле, ресурсном секторе, строительстве и чистых налогах. В обрабатывающем секторе наиболее глубокий спад был отмечен в машиностроении, в частности автомобилестроении, пострадавшем от кредитного сжатия и сокращения инвестиций частных компаний и государства в основной капитал. Те же факторы отрицательно сказались и на динамике нежилового строительства. Падение внешнеторгового оборота, а также снижение объема чистых налогов и производства в ресурсном секторе стало преимущественно результатом сокращения сырьевого экспорта.

**Реальные доходы населения оказались устойчивыми к кризису.**

По данным Росстата, Россия завершила прошлый год с противоречивыми макроэкономическими показателями. С одной стороны, промышленность, инвестиции в основной капитал и строительство понесли серьезные потери от кризиса: по итогам года снижение показателей в этих секторах составило соответственно 10,8%, 17% и 16%. С другой

**Сектора, тормозившие рост в 2009 г.**

Объем производства в основных секторах, изм. за год, %

	2009	2008
Промышленность	(10,8)	2,1
Добывающая	(1,2)	0,2
Обрабатывающая	(16,0)	3,2
Строит. краны	(91,4)	(12,8)
Пылесосы	(82,2)	12,2
Автокраны	(78,6)	(7,8)
Экскаваторы	(74,7)	(15,9)
Грузовые автомобили	(64,3)	(10,5)
Металлореж. оборудование	(63,4)	(6,3)
Телевизоры	(62,5)	23,0
Легковые автомобили	(59,4)	13,6
Сборные деревянные дома	(55,2)	12,7
Закаленное стекло	(49,6)	4,2
Буровые трубы	(48,4)	(0,4)
Автобусы	(46,6)	(25,7)
Деревянные оконные рамы	(46,1)	(19,2)
Железобетонные строят. конструкции	(46,1)	(2,3)
Черепица	(44,5)	33,4
Тракторы	(44,5)	42,2
Сухое молоко	(40,0)	6,6
Х/б ткани	(37,6)	(19,9)
Произ-во и распред. э/энергии, газа и воды	(4,8)	1,4
Строительство	(16,0)	12,8
Жилищное строительство	(6,7)	4,5
Грузооборот транспорта	(10,2)	0,6
Розничная торговля	(5,5)	13,0
Платные услуги	(4,3)	7,1
Сельхозпроизводство	1,2	10,8

Источники: Росстат

стороны, в ряде сфер экономики отмечена поразительная устойчивость к экономическому спаду: реальные располагаемые доходы населения выросли по итогам года на 1,9%, а производство сельскохозяйственной продукции увеличилось на 1,2%. Уровень безработицы, достигший пика (9,4%) в феврале, снизился до 8,2% к концу декабря.

**Ресурсный сектор показал по итогам 2009 г. снижение лишь на 1,2%.** Согласно данным Росстата, по итогам 2009 г. сокращение промышленного производства составило 10,8%. Однако месячная статистика свидетельствовала о важном позитивном изменении тренда, причиной чего стали начавшееся восстановление экономики и эффект низкой базы: промышленное производство, упавшее до минимума в мае – на 17,7% относительно уровня годичной давности, уже в декабре выросло на 2,7% по сравнению с декабрем 2008 г. Лучшим сектором в промышленности стал добывающий, где производство сократилось по итогам года лишь на 1,2%, а в декабре выросло на 4,9% по отношению к тому же месяцу 2008 г. В секторе производства и распределения электроэнергии, газа и воды выпуск по итогам года сократился на 4,8% и вырос на 4,5% (год к году) в декабре, в то время как обрабатывающие отрасли зафиксировали самое существенное снижение – на 16%, при том что в декабре рост относительно уровня годичной давности составил в обрабатывающем секторе 0,7%. В декабре автомобилестроение оставалось главным тормозом роста в обрабатывающем секторе, а самые высокие темпы роста наблюдались в металлургии и промышленности минеральных удобрений.

**В I полугодии 2010 г. восстановление промпроизводства ускорится.** В первые месяцы 2010 г. восстановление промышленного производства, скорее всего, существенно ускорится и будет выражено двузначными величинами. Согласно нашему прогнозу, рост промпроизводства по итогам года достигнет 8,2%, тогда как официальный прогноз предполагает значительно более низкие темпы промышленного роста: 2,8%.

#### Антикризисная программа 2009 г.: планы, выполнение

Федеральные расходы на антикризисные меры, млрд руб.

	План	Факт за 11 мес. 09	Израсходовано в % от плана
Реальный сектор	607	359	59
Автомобилестроение	85	76	89
Сельское хозяйство	88	87	99
Оборонная промышленность	51	50	98
Госгарантии по кредитам	300	81	27
Помощь регионам	300	190	63
Социальная политика	144	134	93
Программы занятости	44	34	77
Банки	6 533	4 563	70
Беззалоговые кредиты ЦБ	4 565	3 425	75
Фондовый рынок	175	175	100
<b>ИТОГО</b>	<b>7 759</b>	<b>5 420</b>	<b>70</b>
<i>Доля в расходах федерального бюджета, %</i>	<i>116</i>	<i>74</i>	

Источники: Минфин, оценка УРАЛСИБа

#### Антикризисная программа 2010 г.: план

Федеральные расходы на антикризисные меры, млрд руб.

Реальный сектор	344
Докапитализация банков	250
Поддержка крупнейшим компаниям	40
Госзакупки	20
Деньги за старые автомобили	11
Фонд ЖКХ	15
Моногорода	10
Нераспределенные средства	56
<b>ИТОГО</b>	<b>425</b>
<i>Доля в расходах федерального бюджета, %</i>	<i>6</i>

Источники: Минфин, оценка УРАЛСИБа

**РОССИЙСКАЯ МАКРОЭКОНОМИЧЕСКАЯ СИТУАЦИЯ: ОЖИДАЕТСЯ УЛУЧШЕНИЕ**

**Неизбежное остывание экономики...** Изменение условий на мировых кредитных рынках в результате кризиса немедленно и весьма ощутимо сказалось на трех отраслях российской экономики, которые стали сильно зависеть от постоянного притока иностранных заимствований: банковской, строительной и автомобилестроительной. Первая из них не могла не оказаться под ударом в силу своего статуса финансового посредника. Последние две ощутили на себе последствия кризиса, когда иссяк поток кредитных ресурсов и потребители перестали тратить деньги так же легко, как раньше. Все эти тенденции в целом совпали с мировыми. Отсюда можно сделать вывод, что на самом деле более глубокое падение российской экономики по сравнению с мировой за последний год связано не столько с ее традиционной зависимостью от экспорта сырья, сколько с докризисным перегревом внутренних кредитного и ипотечного рынков.

**...создало условия для будущего устойчивого роста.** В свете

сказанного мы расцениваем остывание российской экономики в 2009 г. как позитивное в долгосрочной перспективе. Более того, мы убеждены, что начиная с 2010 г. в России возобновится достаточно динамичный рост – на уровне 5–6% в год, однако в этот раз он будет существенно более устойчивым, чем в докризисные годы.

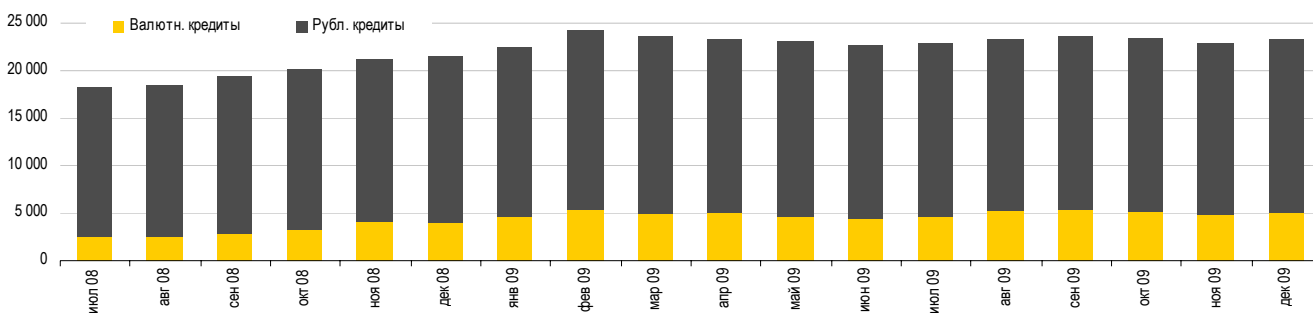
**Рост за счет внутренних факторов.** Основными движущими силами восстановления российской экономики в 2010 г. и устойчивого роста в дальнейшем станут скорее внутренние, чем внешние факторы. Хотя благотворный эффект от роста цен на нефть, вероятно, повысит привлекательность России в глазах инвесторов, основная часть сколько-нибудь существенного прироста экспортных доходов, скорее всего, будет изыматься в пользу бюджета и Резервного фонда, что сведет эффект к минимуму. К числу внутренних факторов, которые будут по-прежнему определять экономический рост, относятся потребительский спрос (который окажет поддержку розничной торговле, сектору услуг и российским производителям потребительских товаров), государственные расходы (Олимпиада в Сочи, оборонная промышленность, инфраструктура и сельское хозяйство) и восстановление отрасли финансовых услуг (продолжение роста розничного и корпоративного кредитования в условиях замедления инфляции и снижения процентных ставок).

**Улучшение экономической ситуации...** С середины 2009 г. явно наметились признаки послекризисного восстановления. К октябрю-ноябрю они превратились в тенденцию, хотя еще не очень отчетливо выраженную. Однако мы ожидаем, что с начала 2010 г. первые робкие признаки восстановления оформятся в отчетливый тренд и все новые российские компании, не исключая даже автомобилестроительные и девелоперские, станут показывать более высокие результаты. Разумеется, восстановление отчасти связано с улучшением ситуации в мировой экономике и стабилизацией мировых кредитных рынков. Но у него есть и чисто внутренние движущие силы: оживление спроса со стороны населения и компаний, стабилизация банковского сектора, стимулирование экономического роста государством, постоянное улучшение инвестиционного климата и т.д.

**...все еще недооценивается инвесторами.** Мы считаем, что рынок все еще недооценивает эти позитивные внутренние перемены. Даже после серии повышений официальный прогноз роста по итогам 2010 г. составляет 3,1%. Январский консенсус-прогноз немногим более оптимистичен – 4,1%. Мы же ожидаем существенно более динамичного развития российской экономики и темпов роста на уровне 5,5%, а возможно, и более высоких.

**Кредитная активность стабилизируется**

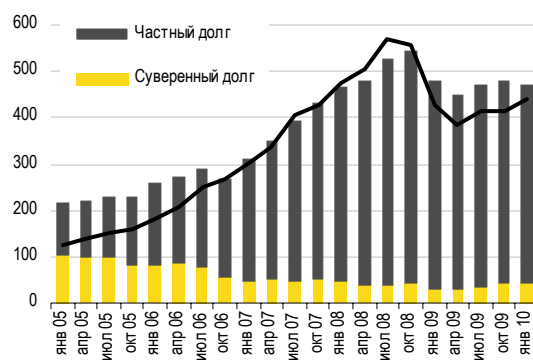
Кредитный портфель российских банков, млрд руб.



Источники: ЦБ РФ

**Долг частного сектора – все еще источник проблем**

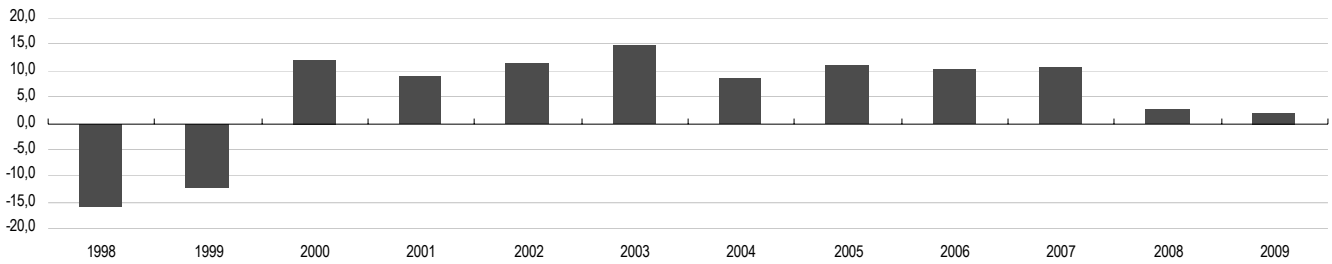
Динамика российского внешнего долга, млрд долл.



Источники: ЦБ РФ

### Рост реальных доходов продолжается

Изменение реальных располагаемых доходов за год, %



Источники: Росстат

### ОЩУТИМОЕ УЛУЧШЕНИЕ ВНЕШНЕЙ ПОЗИЦИИ

**До кризиса отношение долга к резервам было вполне приемлемым...** Существенными факторами, обусловившими снижение суверенных рейтингов России год назад, стали опасения относительно перспектив экономического роста, а также неустойчивость, внутренне присущая все еще недостаточно развитой банковской системе. Однако наиболее важной причиной действий рейтинговых агентств было быстрое ухудшение внешней позиции России. Непосредственно перед кризисом, 1 августа 2008 г., международные резервы ЦБ РФ достигли исторического максимума, равного 595,9 млрд долл. С формальной точки зрения это указывало на платежеспособность страны, поскольку сумма резервов превышала совокупный национальный долг, то есть государственный внешний долг и внешнюю задолженность частного сектора вместе взятые. Задолженность достигла рекордного уровня два месяца спустя: по данным ЦБ РФ, на 1 октября 2008 г. совокупный национальный долг составил 542,1 млрд долл.

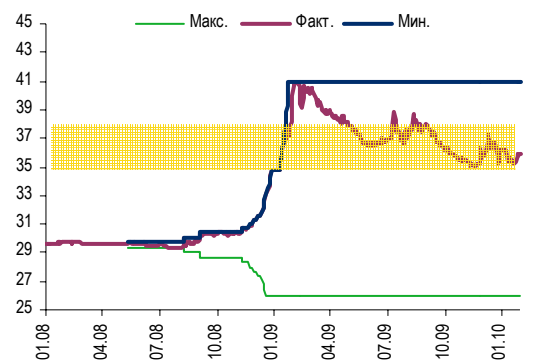
**...но отток капитала и бегство от рубля изменили картину.** Однако формальные показатели не обязательно адекватно отражают ситуацию в целом. В России, как и во многих других странах, кризис спровоцировал массированный отток из страны спекулятивного капитала, а падение цен на сырье и нарастающие проблемы банковского сектора усилили бегство от рубля. Ситуацию усугубляли «контролируемая» девальвация рубля и то обстоятельство, что задолженность частного сектора была в значительной своей части краткосрочной: во II полугодии 2008 г. заемщикам предстояло выплатить по основной сумме долга и процентам 120 млрд долл. Все это нанесло сильный удар по международным резервам: к 1 января они сократились до 427 млрд долл., то есть на 30% по сравнению с августовским пиком. Одного этого оказалось достаточно, чтобы с картины российской экономики сошел глянец.

### В 2009 г. финансовое положение России укрепилось по причинам фундаментального характера.

Начало прошлого года было отмечено серьезными опасениями относительно финансового положения России, но по мере развития событий значительная часть этих опасений развеялась. Не приходится спорить о наличии связи между этой переменной и возвращением позитивного настроения на мировые рынки, однако мы думаем, что улучшение долговой ситуации в 2009 г. стало не только следствием резко выросших цен на сырье, но и отражением более глубоких перемен в финансовой политике и долговом положении страны. Задолго до того, как стали восстанавливаться мировые рынки, России удалось стабилизировать национальную валюту и остановить падение международных резервов на рубеже чуть ниже 400 млрд долл. Что еще важнее, после стабилизации и возобновления роста мировой экономики спрос на государственные финансовые ресурсы внутри страны стал постепенно падать по мере увеличения числа компаний, успешно реструктурировавших свой долг.

### Рубль едва ли выйдет из широкого коридора

Рублевая стоимость бивалютной корзины: фактический курс и границы, установленные ЦБ



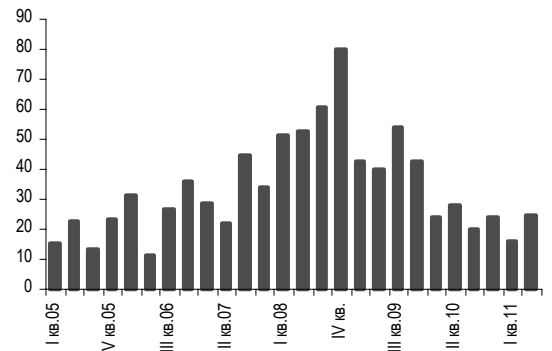
Источники: ЦБ РФ, ММВБ, оценка УРАЛСИБа

**Российский банковский сектор начинает восстанавливаться.**

К середине 2009 г. российский банковский сектор также начал преодолевать начальный шок кризиса, а к концу года месячная отчетность банков уже стала показывать рост кредитования. К концу 2009 г. – лишь 12 месяцев спустя после начала кризиса, наметилась также тенденция к росту международных резервов, рубль вновь стал укрепляться, а значительная часть внешнего долга частного сектора была успешно реструктурирована. Последнее означает, что объемы погашения долга в 2010–2012 гг. составляют лишь небольшую часть сумм, подлежавших выплате накануне кризиса.

**Пик погашения долга пришелся на конец 2008 г.**

Совокупное погашение внешнего долга (государственного и частного), млрд руб.



Источники: ЦБ РФ, оценка УРАЛСИБа

**ИНФЛЯЦИЯ – КРУПНЕЙШИЙ МАКРОЭКОНОМИЧЕСКИЙ РИСК 2010 Г.**

**Если риски, связанные с внешним долгом, снижаются...** Перед кризисом основную угрозу развитию российской экономики представляли безудержный рост долга частного сектора и сильная зависимость от сырьевого экспорта. Возможно, самым важным результатом кризиса со стратегической точки зрения стало устранение двух этих факторов риска. Рост долга частного сектора удалось обуздать, краткосрочная часть долга была реструктурирована, а благодаря наличию суверенных фондов зависимость от сырьевого экспорта оказалась не столь сильной, как ожидалось.

**...то зависимость от тренда мировой экономики остается сильной.** По нашему мнению, в настоящий момент самым серьезным макроэкономическим риском является внешняя конъюнктура. Помимо традиционной зависимости от цен на сырьевые товары, на российскую экономику стали существенно сильнее, чем в прошлом влиять мировые потоки капитала, перспективы роста мировой экономики и инфляция. Иными словами, Россия уязвима перед ухудшением мировой экономической ситуации. Однако мы не думаем, что это приведет к экономическому спаду, сопоставимому по глубине с только что пережитым.

**По мере ускорения инфляции в мире...** По нашему мнению, из всех внешних рисков наиболее серьезные негативные последствия будет иметь для России ускорение инфляции в мировом масштабе. Одним из самых значительных позитивных результатов кризиса стало для России заметное изменение инфляционного тренда, связанное со снижением потребительского спроса, приостановлением притока заимствований и замораживанием инвестиций. Замедлению инфляции с 14% в марте 2009 г. (относительно уровня годичной давности) до 8,8% по итогам года способствовало также распространение дефляционного давления в мировой экономике. В свою очередь, благодаря замедлению инфляции ЦБ РФ в течение года смог снизить ставку рефинансирования с 12,5% до 8,5%, а ставки межбанковского рынка упали с 25–20% до 4–5%. Снижение ставок – важнейшее условие последовательного восстановления кредитной и инвестиционной активности в российской экономике.

**...будут расти российские макроэкономические риски.** По мере восстановления мировой экономики, вероятно, станет ускоряться и инфляция, что может выразиться в существенном и быстром развороте инфляционного тренда в России. Достаточно сказать, что в 2007 г., когда в мире поднялась волна роста цен на продовольствие и другие сырьевые товары, инфляция потребительских цен в России ускорилась с 7,8% (относительно уровня годичной давности) в апреле до 15,1% годом позже. Последние недельные данные Росстата также свидетельствуют о нагнетании инфляционного давления, что не может нас не тревожить. Если эта тенденция сохранится, у российских денежных властей не останется иного выбора, кроме возврата к стратегии повышения ставок и укрепления рубля. Это сулит валютным спекулянтам увеличение прибыли, а для экономики в целом может иметь отрицательные последствия, поскольку увеличит и без того сильную зависимость России от сырьевых рынков.

**Сохранится ли тенденция к снижению инфляции?**

ИПЦ, изм. за год, %



Источники: Росстат

**Риск замедления роста ограничен...** Неопределенность перспектив мировой экономики оставляет возможность развития событий по различным сценариям, не исключая и новый спад. Из этого неизбежно следует вопрос о том, насколько надежно защищена или, напротив, уязвима российская экономика в случае претворения в жизнь негативного сценария. Этот вопрос особенно актуален в свете прошлогодних событий, показавших, что даже значительных резервов может оказаться недостаточно для защиты экономики от резкого спада при обвале цен на сырьевые товары. По нашему мнению, даже при пессимистическом сценарии (стагнация мировой экономики, снижение среднегодовых цен на нефть до 40 долл./барр.), российская экономика едва ли испытает спад, сходный по глубине с прошлогодним.

**...поскольку экономика уже адаптировалась к новым условиям.** Мы видим следующие основания для оптимизма. Правительство существенно пересмотрело планы расходования средств с учетом пессимистического сценария (бюджет сверстан исходя из среднегодовых цен на нефть на уровне 58 долл./барр., но устоит и при их падении до 50 долл./барр. даже без крупных заимствований); банковский сектор увеличил резервы с тем расчетом, чтобы покрыть просроченную задолженность по кредитам в размере 15–20% от кредитного портфеля (в настоящий момент доля плохих долгов составляет 12%); быстро уменьшается долговое бремя населения и корпоративного сектора; объем резервов достаточно велик, чтобы покрыть предстоящие платежи по внешнему долгу и поддержать бюджет (на 1 января 2010 г. резервы правительства составляли 152 млрд долл., или 43% бюджетных расходов, запланированных на 2010 г., тогда как объем международных резервов ЦБ был равен 278 млрд долл., или 320% платежей по внешнему долгу, предстоящих в 2010–2011 гг.). Вопреки общепринятому мнению, согласно которому чем выше цены на нефть, тем лучше показатели российской экономики, мы считаем, что при среднегодовых ценах на нефть на уровне 55–65 долл./барр. экономика будет расти более высокими темпами, чем при ценах, равных 80 долл./барр., поскольку не так быстро будет укрепляться рубль, повысится конкурентоспособность отечественных производителей, увеличатся стимулы к осуществлению властями экономических реформ.

## **Бизнес–направление по операциям с акциями ФК «УРАЛСИБ»**

**Главный исполнительный директор  
по инвестиционно–банковскому обслуживанию**

Марк Темкин, tem\_ma@uralsib.ru

### **Аналитическое управление**

**Руководитель управления**

Константин Чернышев, che\_kb@uralsib.ru

**Заместитель руководителя управления**

Вячеслав Смольянинов, smolyaninovv@uralsib.ru

#### **Дирекция анализа акций**

Руководитель Майкл Кавана, kavanaghms@uralsib.ru

#### **Дирекция анализа долговых инструментов**

Руководитель Дмитрий Дудкин, dudkindi@uralsib.ru

#### **Стратегия/Политика**

Крис Уифер, cweafer@uralsib.ru

Вячеслав Смольянинов, smolyaninovv@uralsib.ru

Леонид Слипченко, slipchenkola@uralsib.ru

#### **Экономика**

Владимир Тихомиров, tih\_vi@uralsib.ru

Наталья Майорова, mai\_ng@uralsib.ru

#### **Банки**

Леонид Слипченко, slipchenkola@uralsib.ru

Наталья Майорова, mai\_ng@uralsib.ru

#### **Анализ рыночных данных**

Вячеслав Смольянинов, smolyaninovv@uralsib.ru

Андрей Богданович, bogdanovicas@uralsib.ru

Василий Дегтярев, degtyarevmm@uralsib.ru

Владимир Косяков, kosyakovvs@uralsib.ru

#### **Долговые обязательства**

Дмитрий Дудкин, dudkindi@uralsib.ru

Денис Порывай, poryvajdv@uralsib.ru

Станислав Боженко, bozhenkosv@uralsib.ru

Надежда Мырסיкова, myrsikovav@uralsib.ru

Мария Радченко, radchenkomg@uralsib.ru

#### **Нефть и газ**

Виктор Мишняков, mishnyakovvv@uralsib.ru

Ирина Булкина, bulkinaiv@uralsib.ru

#### **Электроэнергетика**

Матвей Тайц, tai\_ma@uralsib.ru

Александр Селезнев, seleznevae@uralsib.ru

#### **Металлургия/Горнодобывающая промышленность**

Майкл Кавана, kavanaghms@uralsib.ru

Дмитрий Смолин, smolindv@uralsib.ru

Николай Сосновский, sosnovskyno@uralsib.ru

#### **Телекоммуникации/Медиа/**

#### **Информационные технологии**

Константин Чернышев, che\_kb@uralsib.ru

Константин Белов, belovka@uralsib.ru

Кирилл Бахтин, bakhtinkv@uralsib.ru

#### **Минеральные удобрения/**

#### **Машиностроение/Транспорт**

Анна Куприянова, kupriyanovaa@uralsib.ru

Ирина Иртегова, irtegovais@uralsib.ru

#### **Потребительский сектор/Недвижимость**

Тигран Оганесян, hovhannisyan@uralsib.ru

Никита Швед, shvedne@uralsib.ru

#### **Редакторская группа**

Джон Уолш, walshj@uralsib.ru (англ. яз.)

Тимоти Холл, hallt@uralsib.ru

Пол Де Витт, dewittpd@uralsib.ru

Андрей Пятигорский, pyatigorskiyae@uralsib.ru

Ольга Симкина, sim\_oa@uralsib.ru,

Евгений Гринкруг, grinkruges@uralsib.ru

Даниил Хавронюк, khavronyukdo@uralsib.ru

#### **Дизайн**

Ангелина Шабаринова, shabarinovav@uralsib.ru

### **Управление продаж**

#### **Москва**

+7 (495) 723 7026

#### **Лондон**

+44 (0)20 7562 8012

#### **Нью-Йорк**

+1 (212) 453 3525

+1 (212) 557 4444

Настоящий бюллетень предназначен исключительно для информационных целей. Ни при каких обстоятельствах он не должен использоваться или рассматриваться как оферта или предложение делать оферты. Несмотря на то что данный материал был подготовлен с максимальной тщательностью, УРАЛСИБ не дает никаких прямых или косвенных заверений или гарантий в отношении достоверности и полноты включенной в бюллетень информации. Ни УРАЛСИБ, ни агенты компании или аффилированные лица не несут никакой ответственности за любые прямые или косвенные убытки от использования настоящего бюллетеня или содержащейся в нем информации. Все права на бюллетень принадлежат ООО «УРАЛСИБ Экапитал», и содержащаяся в нем информация не может воспроизводиться или распространяться без предварительного письменного разрешения. © УРАЛСИБ Экапитал 2010