

## ЧУДЕС НЕ ПРЕДВИДИТСЯ

### Макроэкономический прогноз УРАЛСИБа

**Тучи сгущаются.** В последние месяцы в российской экономике наметился ряд негативных тенденций, побудивших нас изменить точку зрения на динамику роста и пересмотреть макроэкономический прогноз: мы ожидаем замедления роста, ускорения инфляции, сокращения положительного сальдо счета текущих операций, а также некоторого ослабления рубля по сравнению с нашими предыдущими оценками. Эти тенденции усугубились сильнейшей летней засухой, недостаточно интенсивным ростом кредитования реального сектора и медленным восстановлением мировой экономики.

**В модель включены демографические факторы.** Мы скорректировали модель с учетом долгосрочных демографических тенденций. Следующее десятилетие будет отмечено существенным старением российского населения, что отрицательно сказалось на наших долгосрочных прогнозах. Однако даже скорректированная модель позволяет говорить, что в долгосрочной перспективе российскую экономику ожидает устойчивый экономический рост – на 3–4% в год, то есть темпами, превышающими средние показатели развитых стран.

#### УМЕРЕННЫЙ РОСТ В СРЕДНЕСРОЧНОЙ ПЕРСПЕКТИВЕ

**В 2010 г. аномальные погодные условия привели к замедлению роста.** Результатом засухи стало существенное снижение производства сельскохозяйственной продукции, которое может замедлить рост ВВП по итогам 2010 г. на 1 п.п.

**Цены на нефть, потребительский спрос и инвестиции станут главными двигателями роста в 2011 г.** Источниками экономического роста станет подъем цен на нефть, повышение потребительского спроса и увеличение объема инвестиций в условиях посткризисного восстановления мировой экономики.

#### УСКОРЕНИЕ ИНФЛЯЦИИ

**Скачок инфляции в результате засухи.** За сокращением производства сельскохозяйственной продукции последовал резкий рост цен на продовольствие. Мы опасаемся, что эта тенденция распространится на непродовольственные товары, породив инфляционную волну во всей экономике.

#### НЕУСТОЙЧИВЫЙ ОБМЕННЫЙ КУРС

**Курс рубля продолжит колебаться.** Сокращение счета текущих операций в условиях стагнации экспорта и интенсивного роста импорта сдерживает укрепление рубля. По нашим ожиданиям, в ближайшие месяцы умеренное укрепление рубля продолжится, а затем тренд может развернуться в результате сокращения сальдо счета текущих операций до отрицательных значений.

#### ПОВЫШЕНИЕ ЦЕН НА НЕФТЬ И ИНФЛЯЦИЯ ПОЗВОЛЯТ СБАЛАНСИРОВАТЬ БЮДЖЕТ

**Федеральный бюджет будет сведен с профицитом.** Умеренное повышение цен на нефть и ускорение инфляции позволят превысить план по бюджетным доходам и свести бюджет-2011 с профицитом (0,7%), вместо дефицита на уровне 3,6% ВВП.

#### ДОЛГОСРОЧНЫЙ ПРОГНОЗ: ЧУДЕС НЕ ПРЕДВИДИТСЯ

**Десятые годы будут существенно отличаться от нулевых.** В предстоящем десятилетии мир ожидает скромный экономический рост, относительно устойчивые цены на сырьевые ресурсы и вялость сырьевых рынков. Новая реальность вынудит Россию полагаться на внутренние источники экономического роста, главными из которых станут потребительские расходы.

#### Макропрогноз для России: пересмотр в сторону снижения

Основные макроэкономические индикаторы: фактические и прогнозные

	2010П		2011П	
	Новый	Старый*	Новый	Старый*
Изменение ВВП за год, %	4,0	5,5	4,6	3,8
Пром. производство, изм. за год, %	8,2	8,1	5,1	5,3
Инвестиции в осн. капитал, изм. за год, %	6,5	3,6	11,7	5,3
Розничн. продажи, изм. за год, %	5,8	4,6	6,5	6,8
Реал. доходы, изм. за год, %	5,5	4,1	4,2	3,4
Занятость, млн. чел.	68,9	-	69,0	-
Потреб. инфляция за год, %	8,5	7,5	9,5	8,0
Экспорт, млрд долл.	383,6	409,7	407,4	442,0
Импорт, млрд долл.	257,5	255,1	287,1	275,1
Сальдо счета тек. операций, млрд долл.	76,0	88,5	52,2	104,1
Дефицит фед. бюджета, % ВВП	( 24)	0,8	0,7	2,3
Курс руб./долл. (среднегодовой)	29,9	29,1	29,4	27,7
Нефть Urals (среднегод.), долл./барр.	77,2	79,2	83,1	84,3

\* май 2010 г.

Источники: Росстат, ЦБ РФ, Минфин, оценка УРАЛСИБа

## УМЕРЕННЫЙ РОСТ В СРЕДНЕСРОЧНОЙ ПЕРСПЕКТИВЕ

**В 2010 г. аномальные погодные условия привели к замедлению роста.** Результатом сильнейшей засухи летом 2010 г. стало существенное сокращение производства сельскохозяйственной продукции. Только производство зерна упало на 35% – с 97 млн т в 2009 г. до оценочного показателя 63 млн т по итогам 2010 г. Согласно нашей оценке, засуха может привести к замедлению роста ВВП по итогам 2010 г. на 1 п.п. по сравнению с нашим предыдущим прогнозом.

**Вялое восстановление экспорта усугубляет замедление роста по итогам 2010 г.** В первые три квартала 2010 г. не наблюдалось заметных признаков роста экспорта, что связано со сравнительно низким мировым спросом на сырьевые ресурсы и относительной стабилизацией цен на нефть. В 2011 г. мы ожидаем умеренного увеличения экспорта за счет постепенного восстановления мировой экономики и повышения спроса на сырье.

**Повышение кредитной активности недостаточно динамично для поддержания высоких темпов экономического роста.** Хотя в истекшие три квартала 2010 г. отмечена некоторая активизация кредитования реального сектора, этого недостаточно для поддержания темпов экономического роста, сходных с докризисными, когда годовой рост кредитования достиг пика на уровне 50%. В 2010 г. кредитная активность росла практически вровень с инфляцией, из чего следует, что в реальном выражении экономика почти не получала новых кредитных ресурсов. В 2011 г. мы ожидаем умеренного роста кредитования, однако это в значительной мере зависит от готовности банков выдавать кредиты реальному сектору. Главным препятствием к этому выступает значительное долговое бремя компаний, заставляющее банки опасаться невозврата кредитов.

**Сохраняется серьезная угроза росту кредитования.** Кредитование реального сектора можно активизировать при помощи мер государственной политики, применяемых во всем мире для стимулирования экономического роста. В стандартный набор таких мер входит 1) борьба с инфляцией, 2) поддержание низкой доходности государственных облигаций, 3) субсидирование кредитов промышленным предприятиям и 4) предоставление госгарантий по кредитам, выдаваемым компаниям, которые удовлетворяют соответствующим критериям. Отказ от претворения в жизнь всех или части этих мер существенно повышает уязвимость экономики перед рисками замедления роста, что отражено в нашей модели.

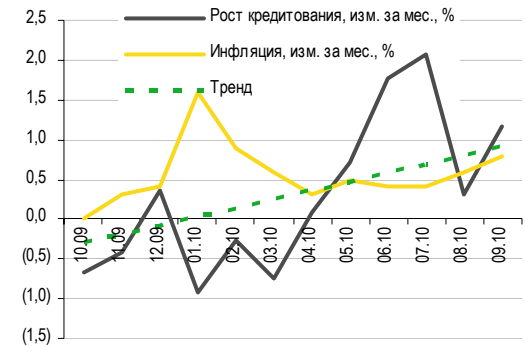
**Для роста кредитования крайне важна низкая инфляция.** Когда инфляция достигает двузначных величин, инвестиционные потоки в большинстве своем смещаются в сторону краткосрочных высокодоходных активов ввиду увеличения стоимости фондирования и связанной с этим неопределенности относительно возврата вложений. Таким образом, высокая инфляция препятствует инвестициям и подрывает спрос на кредитные ресурсы, что ставит под удар восстановление экономики. Мы думаем, что в ближайшие два-три года инфляционные риски останутся высокими ввиду излишне мягкой денежно-кредитной политики ЦБ, стремившегося сдержать укрепление рубля посредством интервенций на валютном рынке.

**Низкая доходность гособлигаций повышает привлекательность кредитования промышленности.** Мы полагаем, что правительство может быть вынуждено превысить текущие бюджетные проектировки в связи с финансированием выборной кампании 2012 г. и увеличением социальных расходов в преддверии выборов. Это может привести к увеличению предложения гособлигаций на рынке, что будет толкать вверх их доходность. Если рост доходности станет реальностью, то банки могут предпочесть инвестиции в госдолг кредитованию реального сектора, поскольку гособлигации считаются более надежными вложениями. Чтобы избежать этого риска, правительству необходимо ограничить предложение гособлигаций на рынке, сдержав тем самым рост их доходности. Мы думаем, что в ближайшие два-три года правительство будет заимствовать средства как на внутреннем, так и на внешних рынках, но итоговый объем госзаимствований будет значительно меньше предусмотренного текущими бюджетными проектировками.

**Благодаря субсидированию кредитов и госгарантиям по ним банки могут повернуться лицом к реальному сектору.** Субсидирование кредитов означает, что государство компенсирует банкам разницу между субсидированной ставкой, по которой средства предоставляются компаниям, и рыночной стоимостью заимствований. Это побуждает банки повернуться лицом к реальному сектору, но ведет к бюджетным расходам. Госгарантии по кредитам, выдаваемым компаниям, которые отвечают соответствующим критериям, не влекут за собой немедленных бюджетных расходов, но сопряжены с риском таких расходов в будущем. Следует подчеркнуть, что при нынешних масштабах коррупции в России субсидирование кредитов и предоставление госгарантий по ним может привести к нецелевому использованию ресурсов.

### Динамика кредитования реального сектора соответствует инфляции

Рост кредитования и рост ИПЦ, изм. за мес., %



Источники: Росстат, ЦБ РФ

Учитывая текущую тенденцию ко всемерному ограничению государственных обязательств из опасений увеличить бюджетный дефицит, не получив при этом соответствующей отдачи в виде экономического роста, государство, как нам представляется, не будет заметно активизировать усилия по предоставлению кредитных субсидий и госгарантий. По нашему мнению, отказ правительства от осуществления вышеперечисленных мер государственной политики существенно ограничит будущий рост кредитования. В ближайшие два-три года оживление кредитной деятельности будет зависеть от притока капитала, а тот будет достаточно скромным ввиду медленного восстановления мировой экономики.

**В 2011 г. основными движущими силами роста станут цены на нефть, потребительский спрос и инвестиции.** Мы ожидаем, что источниками роста российской экономики станут умеренное повышение цен на нефть в последнем квартале 2010 г. и 2011 г. (см. ниже). Динамика цен на нефть будет определяться ожиданиями умеренного восстановления мировой экономики, повышением спроса на горючее и ослаблением доллара. Повышение цен на нефть будет способствовать экономическому росту, поскольку в 2011 г. это обеспечит некоторое увеличение экспорта.

**С начала 2010 г. наблюдается увеличение оборота розничной торговли, объема услуг, реальных доходов населения и потребительской уверенности.** Мы думаем, что реальные доходы населения будут расти опережающими темпами за счет улучшения условий на рынке труда и увеличения прибылей компаний. По нашему прогнозу, безработица будет постепенно снижаться, поскольку, с одной стороны, в условиях постепенного восстановления экономики повысится спрос на рабочую силу, а с другой, ее предложение будет снижаться ввиду старения населения. Это создает дефицит квалифицированных кадров и увеличивает давление в сторону повышения реальных доходов. Согласно нашему прогнозу, по итогам 2010 г. реальные доходы населения вырастут на 5,5%, а в 2011 г. – еще на 4,2%.

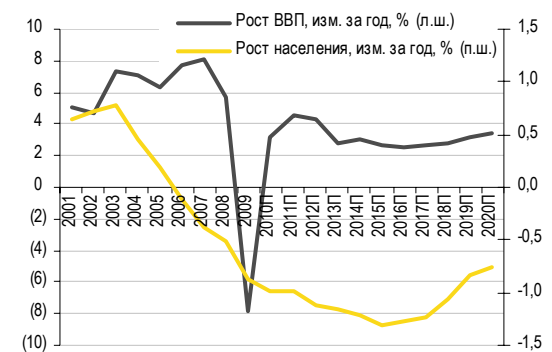
**Увеличение реальных доходов населения и рост потребительского кредита ведет к повышению спроса на потребительские товары и услуги.** Мы полагаем, что по итогам 2010 и 2011 гг. увеличение реальных потребительских расходов превысит темпы экономического роста и составит соответственно 4,7% и 6,9%. Следует подчеркнуть, что аномальная жара летом 2010 г. ощутимо сказалась на настроениях потребителей, породив беспокойство относительно экономического положения страны и усилив инфляционные ожидания. Неопределенность привела к увеличению сбережений «на черный день». Результатом, как мы ожидаем, станет замедление роста розничного оборота и лишь незначительное его повышение в последнем квартале 2010 г. Потребительский оптимизм восстановится в 2011 г., после того как улягутся тревоги населения относительно состояния экономики. В 2011 г. динамичный рост реальных доходов населения и потребительского кредита повлечет за собой увеличение оборота розничной торговли на 5,8%.

**Объем инвестиций в основной капитал растет благодаря крупным государственным компаниям и бюджетным расходам.** В 2011 г. инвестиционная активность, источником которой является государство, останется главным фактором, определяющим динамику инвестиций, однако при этом мы ожидаем, что частный сектор также несколько увеличит объем капиталовложений. Рост инвестиций частного сектора будет связан с восстановлением экономики в целом, некоторым увеличением объема кредитов промышленным компаниям и умеренным притоком капитала.

**В долгосрочной перспективе рост будет сдерживаться старением населения.** На наш долгосрочный прогноз роста повлияли демографические факторы. По оценке Росстата, к 2010 г. численность экономически активного населения снизится на 10,5% – с 88,1 млн в 2010 г. до 78,8 млн. Существенная часть этого сокращения придется на 2013–2018 гг., что вынуждает нас снизить долгосрочный прогноз экономического роста. В указанный период замедление роста ВВП в результате старения населения составит среднем 1,0–1,5% в год. Однако эта оценка верна при условии, что государство не примет мер к исправлению положения. Мы думаем, что в какой-то момент правительство будет вынуждено повысить пенсионный возраст и смягчить миграционную политику. Первое не так просто осуществить по политическим соображениям, и до выборов 2012 г. ничего подобного, разумеется, не случится. Второе также необязательно даст ощутимый эффект, поскольку квалифицированные русскоязычные кадры из бывших советских республик, желавшие вернуться на родину, уже переехали в Россию. Таким образом, если правительство решит провести масштабную кампанию по привлечению мигрантов, то они в большинстве своем окажутся низкоквалифицированными работниками, весьма ограниченно владеющими русским языком, и эта рабочая сила станет скорее бременем, чем мотором роста экономики.

### Старение населения будет препятствовать долгосрочному росту

Рост ВВП и изменение численности экономически активного населения, изм. за год в %



Источники: Росстат, оценка УРАЛСИБа

## УСКОРЕНИЕ ИНФЛЯЦИИ

**Всплеск продуктовой инфляции после засухи.** Засуха привела к резкому росту цен на продукты питания, что подстегнуло общую инфляцию. Только на зерновые и бобовые цены выросли на 12,8% в августе, на 11,6% в сентябре и еще на 3,4% в октябре 2010 г. Мы полагаем, что в ближайшие месяцы инфляция может перекинуться из продовольственного сегмента на другие сектора, и в этом случае инфляционная волна прокатится по всей экономике. Однако, она, скорее всего, спадет к лету 2011 г., когда начнется сбор нового урожая. Согласно нашей оценке, по итогам 2010 г. засуха ускорит рост потребительских цен на 1 п.п., в связи с чем мы пересмотрели наш годовой прогноз инфляции.

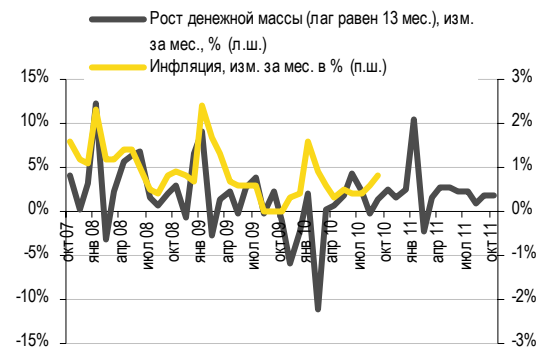
**Основные факторы роста инфляции вновь актуальны.** На наш взгляд, засуха – не единственная причина ускорения инфляции. После резкого сокращения в разгар финансового кризиса в РФ (сентябрь 2008 – январь 2009 гг.) денежная масса (широкий агрегат М2) демонстрировала устойчивый рост – в среднем на 2,2% в месяц (март 2009 – октябрь 2010 гг.). Учитывая, что увеличение денежной массы влияет на потребительскую инфляцию с лагом около 13 месяцев, рост предложения денег, наблюдавшийся весной 2009 г., привел к усилению инфляционного давления осенью 2010 г. Принимая во внимание динамику денежной массы в широком определении в последние два квартала 2009 г. и первые три квартала 2010 г., приходится признать, что монетарные факторы будут подстегивать инфляцию до конца текущего года и на протяжении всего 2011 г. Еще одним существенным фактором роста цен в следующем году будут регулируемые тарифы. Ожидается, что они вырастут на 10–14%, что превышает прогнозные темпы инфляции в 2011 г.

**В долгосрочной перспективе инфляция будет зависеть от денежно-кредитной политики и динамики регулируемых тарифов.** В долгосрочной перспективе динамику инфляции будут определять главным образом денежно-кредитная политика ЦБ РФ и регулируемые тарифы. Кроме того, темпы инфляции будут зависеть от того, когда и как власти решат абсорбировать избыточную ликвидность, закачанную в экономику в рамках антикризисной поддержки. В связи с этим следует отметить недавнее заявление Центробанка о намерении продать ОВР на 1,5 трлн руб. Принимая во внимание объем предложения, мы полагаем, что за счет продажи облигаций ЦБ намерен изъять ликвидность примерно так же, как это происходит в США в рамках операций на открытом рынке. Если регулятору удастся разместить весь запланированный объем, денежная масса сократится, что со временем приведет к замедлению инфляции.

**Прошлое российской денежно-кредитной политики: стабильность валютного курса – все, инфляция – ничто.** Исторически денежно-кредитная политика ЦБ РФ была подчинена одной главной цели – обеспечению краткосрочной стабильности валютного курса. В условиях масштабного притока иностранной валюты за счет высоких доходов от экспорта сырья в докризисные годы Центробанк проводил курсовую политику таким образом, чтобы предотвратить, по его мнению, «чрезмерное» укрепление рубля. Регулятор осуществлял интервенции, скупая иностранную валюту и накапливая резервы. Обратной стороной такой политики стал ускорившийся рост денежной массы и цен. Кризис заставил ЦБ на время сменить курс и продавать иностранную валюту, чтобы сдержать падение рубля. Тем не менее, когда самая острая фаза кризиса (сентябрь 2008 – январь 2009 гг.) осталась позади, регулятор вернулся к прежней политике. Объем неттопокупки долларов Центробанком в марте 2009 – октябре 2010 гг. составил 90,6 млрд долл., резервы выросли на 113,0 млрд долл., а денежная масса в результате увеличилась на 5,9 трлн руб.

### Высокие инфляционные риски связаны с ростом денежной массы

Рост денежной массы и инфляция за мес., %



Источники: Росстат, ЦБ РФ

**Возврат к прежней денежно-кредитной политике вызывает опасения по поводу долгосрочной инфляции.**

Возврат Центробанка к прежней денежно-кредитной политике весной 2009 г. привел к усилению инфляционного давления осенью 2010 г., и это давление сохранится в 2011 г. Впрочем, дальнейшая динамика инфляции будет прежде всего зависеть от того, продолжит ли ЦБ придерживаться подобного курса. Если политика не изменится, в ближайшие несколько лет инфляция будет находиться на уровне 11–14% в год. Однако мы полагаем, что Центробанк в соответствии с обнародованными недавно целями денежно-кредитной политики поставит во главу угла обуздание цен за счет постепенного перехода к инфляционному таргетированию с целевым диапазоном инфляции 6–7% в год. Исходя из этого предположения, мы используем заданный ЦБ целевой уровень инфляции в качестве нашего долгосрочного инфляционного прогноза. Переход к инфляционному таргетированию потребует большей гибкости валютного курса. Недавно Центробанк отменил фиксированный коридор бивалютной корзины и расширил границы внутреннего плавающего коридора с трех рублей до четырех, тем самым предоставив большую свободу рублю. Мы считаем данную меру одним из многих последовательных шагов в направлении усиления контроля над инфляцией.

**Регулируемые тарифы – еще один существенный фактор роста долгосрочной инфляции.** Повышение тарифов приводит к росту расходов предприятий на коммунальные услуги и транспорт, что порождает инфляцию издержек в экономике. Исторически рост регулируемых тарифов опережал потребительскую инфляцию на 5–10%. Мы не ожидаем существенного изменения этой тенденции, из чего следует, что вклад повышения тарифов в инфляцию составит 1–2 п.п. в год.

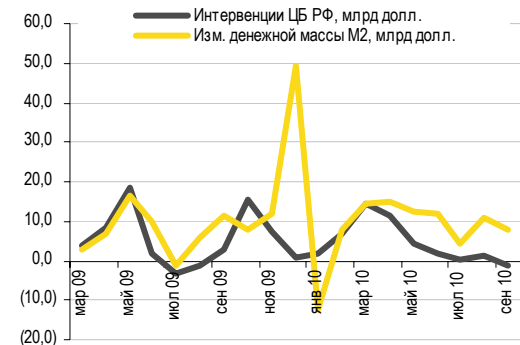
**НЕУСТОЙЧИВЫЙ ОБМЕННЫЙ КУРС**

**Существенный рост импорта за счет потребительского спроса и инвестиций.** В 2010 г. импорт устойчиво рос при стагнирующем экспорте. Рост импорта обусловлен высоким потребительским спросом, инвестициями в основной капитал и реальным укреплением рубля после его резкого обесценения в начале 2009 г. Повышение реальных доходов населения и укрепление рубля стимулируют спрос на импортные товары, от которых во время кризиса многим пришлось отказываться. В результате положительное сальдо торгового баланса и счета текущих операций постепенно сокращается. Мы ожидаем, что в ближайшие два-три года экспорт будет расти умеренными темпами ввиду относительной стабилизации цен на нефть и сравнительно низкого мирового спроса. С другой стороны, импорт будет и дальше расти, в связи с чем можно ожидать, что сальдо счета текущих операций снизится до отрицательных величин уже во втором полугодии 2012 г.

**Курс рубля будет неустойчивым.** Ожидающееся сокращение счета текущих операций ослабит давление в сторону укрепления рубля. И все же, исходя из предположения, что счет текущих операций еще год-два останется профицитным, мы ожидаем, что в 2011 г. и в первые месяцы 2012 г. рубль продолжит укрепляться по отношению к доллару, достигнув максимума на уровне 28,7 руб./долл. весной 2012 г. Затем, по мере постепенного приближения сальдо к нулю, этот тренд развернется. Можно ожидать, что со II полугодия 2012 г. рубль начнет постепенно ослабевать и к концу года достигнет отметки 30,0 руб./долл. При этом необходимо подчеркнуть, что обменный курс в очень значительной мере зависит от политики ЦБ. Как мы уже говорили, в настоящий момент регулятор склонен предоставить валютному курсу рублю большую свободу колебаний. Мы думаем, что в будущем эта тенденция возобладает, поскольку текущая политика Центробанка будет в конечном счете подчинена задаче борьбы с инфляцией. С учетом этого в дальнейшем динамика обменного курса будет формироваться прежде всего фундаментальными факторами, среди которых главная роль принадлежит счету текущих операций и потокам капитала. По итогам 2010 г. мы ожидаем нулевого притока капитала, а в 2011–2012 гг. он будет весьма умеренным. Необходимо также отметить, что постепен-

**Интервенции ЦБ способствовали росту денежной массы**

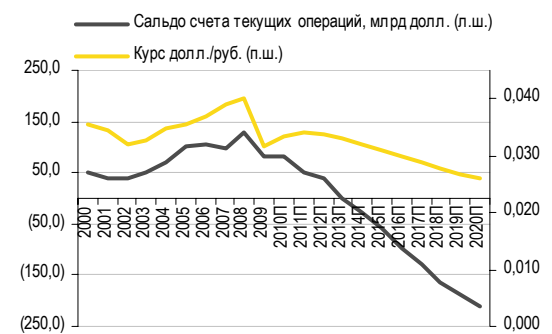
Рост денежной массы и интервенции ЦБ



Источники: ЦБ РФ

**Инвертированная U-образная кривая курса рубля**

Сальдо счета текущих операций и курс долл./руб.



Источники: ЦБ РФ, оценка УРАЛСИБа

ное изменение политики в сторону таргетирования инфляции будет способствовать росту волатильности курса и, возможно, повышению привлекательности рубля для валютных спекулянтов.

### **ПОВЫШЕНИЕ ЦЕН НА НЕФТЬ И ИНФЛЯЦИЯ ПОЗВОЛЯТ СБАЛАНСИРОВАТЬ БЮДЖЕТ**

**В 2011 г. цены на нефть умеренно вырастут.** Мы снизили прогноз среднегодовой цены на нефть Urals за 2010 г. до 77,2 долл./барр. с 79,2 долл./барр. ввиду относительной стабилизации цен в истекшие три квартала 201 г. Мы по-прежнему умеренно оптимистически оцениваем перспективы цен на нефть в последующие годы. Наш прогноз среднегодовой цены Urals на 2011 г. равен 83,1 долл./барр., на 2012 г. – 84,0 долл./барр., на 2013 г. – 83,2 долл./барр. В более отдаленной перспективе мы ожидаем постепенного повышения цен и считаем, что к 2020 г. среднегодовая цена достигнет 89,7 долл./барр.

**ОПЕК в роли краткосрочного предохранительного клапана.** По нашим расчетам, в 2011–2013 гг. дополнительный мировой спрос на нефть будет удовлетворен за счет свободных мощностей ОПЕК. По данным Международного энергетического агентства, в настоящий момент они составляют около 6 млн барр./сутки, или 7% мирового спроса. Поскольку с 2011 г. рост спроса со стороны Китая будет замедляться на 4–5% в год, а спрос со стороны развитых стран будет стагнировать, ежегодный рост мирового потребления нефти в 2011–2013 гг. едва ли превысит 1,5%. Тем временем предложение со стороны стран, не входящих в ОПЕК, не уменьшается благодаря российской добыче, газоконденсатам и нетрадиционным источникам энергии – биотопливу и нефтяным пескам. Это означает, что к концу 2013 г. ОПЕК будет располагать свободными мощностями объемом не менее 2 млн барр./сут. При этом картель, как мы предполагаем, будет по-прежнему устанавливать квоты на добычу для поддержания цен вблизи уровня 80 долл./барр.

### **Газовые конденсаты и Ирак – два ключевых фактора, определяющих предложение в долгосрочной перспективе.**

В дальнейшем, по нашей оценке, во всем мире будет возрастать роль газоконденсатов, на долю которых в настоящее время приходится 6% мирового предложения. Газоконденсаты в большинстве своем являются побочным продуктом добычи природного газа; их предложение будет расти, поскольку Саудовская Аравия и соседние с ней страны – члены ОПЕК стремятся увеличить добычу газа для использования в электроэнергетической и нефтехимической отраслях. Глобализация рынка природного газа приведет к опережающему росту предложения газоконденсатов по сравнению с природным газом, поскольку добыча так называемого мокрого газа растет во всем мире. Еще один, и потенциально крупный источник роста предложения – программа увеличения добычи в Ираке, ставящая целью к 2015 г. довести добычу с текущего уровня 2,5 млн барр./сут. до 12 млн барр./сут., – почти до показателя Саудовской Аравии. Хотя эти планы выглядят, на первый взгляд, слишком смелыми, они отражают долгосрочный нефтедобывающий потенциал Ирака – по нашему мнению, достаточный, чтобы отсрочить мировой нефтяной кризис на пять-десять лет с 2015 г.

**Федеральный бюджет будет исполнен с профицитом.** В 2010–2013 гг. повышение цен на нефть и более высокая, чем ожидалось, инфляция, позволят превысить плановые доходы федерального бюджета в 2010–2013 гг. (Для сравнения, наш прогноз среднегодовой цены URALS составляет 83,1 долл./барр., а прогноз правительства – 75 долл./барр., инфляции – 9,5% против 6–7%). Более высокие цены на нефть принесут бюджету дополнительные налоговые доходы. Более высокая инфляция увеличит номинальный объем производства, равно как и номинальные налоговые поступления – с ростом производства растет база налогообложения. Таким образом, более высокая инфляция ведет к превышению плановых доходов бюджета, тогда как номинальные бюджетные расходы ограничены законом о бюджете. Исходя из этого, мы ожидаем, что по итогам 2010 г. федеральный бюджет будет сведен с дефицитом, равным 2,4% ВВП при плановом показателе 5,4%, а в 2011 г. будет исполнен с профицитом в размере 0,7%, вместо планового дефицита на уровне 3,6%. Благодаря доходам от приватизации (план на 2011 г. – 298 млрд руб.) профицит может еще увеличиться. Наш прогноз профицита на 2012 и 2013 гг. равен соответственно 3,6% и 4,2%.

## ДОЛГОСРОЧНЫЙ ПРОГНОЗ: ЧУДЕС НЕ ПРЕДВИДИТСЯ

**Десятые годы, похоже, будут существенно отличаться от нулевых.** В предстоящем десятилетии мир ожидает скромный экономический рост, относительно устойчивые цены на сырьевые ресурсы и вялость сырьевых рынков. В подобных условиях Россия больше не сможет полагаться на сверхдоходы от сырьевого экспорта, равно как и на интенсивный приток капитала, служивший ранее источником кредитов и инвестиций. Тем не менее экспорт сырьевых товаров останется важным источником доходов, а приток средств, пусть и умеренный, продолжит питать кредитование и инвестиции. Новая реальность вынудит Россию полагаться на внутренние источники экономического роста, главными из которых станут потребительские расходы. Потребительский спрос будет стимулироваться устойчивым ростом реальных доходов населения и потребительского кредитования. Увеличение потребительских расходов даст импульс промышленному производству, которое опередит экономику по темпам роста. В свою очередь, рост промышленного производства будет способствовать увеличению реальных доходов населения, и, следовательно, потребление и производство будут подпитывать друг друга. Однако в отсутствие сверхдоходов от экспорта темпы роста российской экономики будут далеки от рекордных и составят 3–4% в год. Это меньше, чем в ряде развивающихся экономик, но превышает прогнозы по многим развитым странам.

**Мы придерживаемся консервативного прогноза долгосрочной динамики экономического роста.** Как мы уже упоминали, в долгосрочной перспективе динамика экономического роста будет определяться целым рядом внешних и внутренних факторов, способных его замедлить. Среди них цены на сырье, кредитование промышленности, демографическая ситуация и инфляция. Мы полагаем, что цены на сырьевые товары останутся сравнительно стабильными, кредитование промышленности будет вялым в связи с незначительным притоком капитала и недостаточно активным стимулированием кредитной деятельности при помощи мер экономической политики, а инфляцию наконец удастся обуздать. Дополнительные риски могут возникнуть в случае наступления второй волны кризиса в ряде крупных стран или повышения в России налогов для финансирования бюджетных расходов. Однако мы не считаем эти риски значительными. Недавние действия правительств ряда стран, а также международных финансовых организаций свидетельствуют об их готовности и способности эффективно бороться с кризисом. Мы ожидаем, что российское правительство исполнит бюджет с профицитом и необходимости в повышении налогов не возникнет. Итак, наш долгосрочный прогноз экономического роста достаточно консервативен, и серьезной угрозы того, что фактические показатели окажутся хуже прогнозных, по нашему мнению, не существует.

### Чудес ждать не стоит

Долгосрочный прогноз УРАЛСИБа, изм. за год, %

	2 010	2 011	2 012	2 013	2 014	2 015	2 016	2 017	2 018	2 019	2 020
ВВП	4,0	4,6	4,4	2,7	3,1	2,7	2,5	2,7	2,8	3,1	3,5
Промышленное производство	8,2	5,1	3,8	2,7	3,2	2,8	2,9	3,1	3,3	3,6	3,9
Оборот розничной торговли	5,8	6,5	6,7	5,9	5,5	5,0	4,5	4,6	4,6	4,8	5,0
Реальные доходы населения	5,5	4,2	5,3	4,8	5,4	4,7	4,8	5,3	5,8	6,9	7,7
Инфляция потребительских цен	8,5	9,5	10,9	10,2	8,0	6,9	6,8	6,6	6,5	6,5	6,4
Дефицит федерального бюджета, % ВВП	(2,4)	0,7	3,6	4,2	4,7	5,0	4,7	4,5	4,2	4,0	3,7
Курс руб./долл. (среднегодовой)	29,9	29,4	29,5	30,3	31,1	32,2	33,4	34,7	36,0	37,3	38,5
Нефть марки Urals (среднегодовая), долл./бэ	77,2	83,1	84,0	83,2	84,0	84,2	84,5	84,9	85,7	87,2	89,7

Источники: оценка УРАЛСИБа

## Аналитическое управление

### Руководитель управления

Константин Чернышев, che\_kb@uralsib.ru

### Заместитель руководителя управления

Вячеслав Смольянинов, smolyaninovv@uralsib.ru

### Стратегия/Политика

Крис Уифер, cweafer@uralsib.ru

Вячеслав Смольянинов, smolyaninovv@uralsib.ru

Леонид Слипченко, slipchenkola@uralsib.ru

### Макроэкономика

Алексей Девятов, devyatovae@uralsib.ru

Наталья Майорова, mai\_ng@uralsib.ru

Ольга Стерина, sterinaoa@uralsib.ru

### Банки

Леонид Слипченко, slipchenkola@uralsib.ru

Наталья Майорова, mai\_ng@uralsib.ru

Наталия Березина, berezinana@uralsib.ru

### Анализ рыночных данных

Вячеслав Смольянинов, smolyaninovv@uralsib.ru

Василий Дегтярев, degtyarevvm@uralsib.ru

Дмитрий Пуш, pushds@uralsib.ru

### Долговые обязательства

Дмитрий Дудкин, dudkindi@uralsib.ru

Надежда Мырсикова, myrsikovav@uralsib.ru

Мария Радченко, radchenkomg@uralsib.ru

Ольга Стерина, sterinaoa@uralsib.ru

Юрий Голбан, golbanyv@uralsib.ru

### Дирекция анализа долговых инструментов

Руководитель Дмитрий Дудкин, dudkindi@uralsib.ru

### Нефть и газ

Алексей Кокин, kokinav@uralsib.ru

Юлия Новиченкова, novichenkova@uralsib.ru

Ирина Булкина, bulkinaiv@uralsib.ru

### Электроэнергетика

Матвей Тайц, tai\_ma@uralsib.ru

Александр Селезнев, seleznevae@uralsib.ru

### Металлургия/Горнодобывающая промышленность

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

### Минеральные удобрения/

### Машиностроение/Транспорт

Анна Куприянова, kupriyanovaa@uralsib.ru

Ирина Иртегова, irtegovais@uralsib.ru

### Потребительский сектор/Недвижимость

Тигран Оганесян, hovhannisyan@uralsib.ru

Александр Шелестович, shelestoviav@uralsib.ru

## Редакторская группа

### Английский язык

Джон Уолш, walshj@uralsib.ru

Тимоти Холл, hallt@uralsib.ru

Пол Де Витт, dewittpd@uralsib.ru

Хиссам Латиф, latifh@uralsib.ru

### Дизайн

Ангелина Шабаринова, shabarinovav@uralsib.ru

### Русский язык

Андрей Пятигорский, pyatigorskiyae@uralsib.ru

Ольга Симкина, sim\_oa@uralsib.ru,

Евгений Гринкруг, grinkruges@uralsib.ru

Даниил Хавронюк, khavronyukdo@uralsib.ru

Полина Воробьева, vorobievapa@uralsib.ru

Екатерина Трофилеева, trofileevaeg@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 Кэпитал», и содержащаяся в нем информация не может воспроизводиться или распространяться без предварительного письменного разрешения. © УРАЛСИБ Кэпитал 2010