

ПОВЫШЕНИЕ НАЛОГОВ И ОТРАСЛЕВАЯ ПОЛИТИКА ГОСУДАРСТВА БОЛЬНО УДАРИЛИ ПО ИНВЕСТИЦИЯМ

Инвестиции в основной капитал: пересмотр прогноза в сторону снижения

Прогноз инвестиций в основной капитал по итогам 2011 г. пересмотрен в сторону снижения. После ощутимого восстановления объема инвестиций в основной капитал во 2 п/г 2010 г. их динамика в первые четыре месяца 2011 г. принесла сплошные разочарования. Вместо потенциально возможных двузначных темпов роста показатель 1 кв. 2011 г. упал на 0,8% по сравнению с уровнем годичной давности, а во 2 кв. вырос, но достаточно скромно – на 4,9% год к году. Хотя во 2 п/г мы ожидаем ускорения роста инвестиционной активности, ее вялая динамика в первые четыре месяца 2011 г. вкупе с риском торможения экономики в США и Европе побуждают нас понизить текущий прогноз роста инвестиций в основной капитал по итогам 2011 г. с 10% до 5,6%.

Замедление роста инвестиций связано с увеличением отчислений в фонды социального страхования... С 1 января 2011 г. размер отчислений в фонды социального страхования был увеличен для большинства российских компаний с 26% до 34% валового фонда заработной платы (для предприятий малого бизнеса, которые прежде уплачивали социальный налог по льготной ставке – 14%, повышение было еще более существенным). В результате налоговое бремя компаний увеличилось в общей сложности на 800–900 млрд руб. (приблизительно 2% ВВП). Столь существенное его увеличение резко ухудшило финансовое положение многих компаний, на что они отреагировали сокращением всех расходов, кроме тех, которые напрямую связаны с ведением бизнеса. Поскольку для бесперебойной работы предприятий необходимо вовремя производить основные выплаты (зарплата, оплата поставок, налоги и т.д.), первыми под нож пошли инвестиции. По предприятиям малого бизнеса (для которых увеличение налога оказалось наиболее существенным) это ударило сильнее всего: согласно данным Росстата, в 1 кв. 2011 г. крупные и средние предприятия увеличили объем инвестиций в основной капитал на 1,9% год к году, в то время как по экономике в целом (включая малые предприятия и неформальный сектор) показатель снизился на 0,8% относительно уровня годичной давности.

...и отраслевой политикой правительства. Наиболее существенное сокращение инвестиций в основной капитал было отмечено в электроэнергетике (19,2% год к году), в секторе недвижимости и услуг (12,5%), на железнодорожном транспорте (12,2%) и в нефтехимической промышленности (15,3%). По нашему мнению, это было вызвано сочетанием нескольких факторов, таких как вялая динамика реальных доходов населения, неопределенность относительно величины повышения регулируемых тарифов, вмешательство государства в ценообразование на рынке нефтепродуктов и завершение ряда основных инфраструктурных проектов.

Отрасли, зафиксировавшие наибольшее падение инвестиций

Инвестиции в основной капитал в 1 кв. 2011 г. в разбивке по секторам*

	Млрд руб.	Год к году, %	Доля, %
Производство и распределение э/э	71	(19,2)	7,4
Недвижимость и услуги	71	(12,5)	7,4
Жд. транспорт	51	(12,2)	5,3
Нефтехимия	30	(15,3)	3,1
Строительство	22	(3,3)	2,3
Неметалл. минеральные продукты	15	(23,2)	1,5
Химия	13	(13,4)	1,4
Всего	957	1,9	100,0

* Крупные и средние предприятия

Источники: Росстат

На собственные средства приходится менее половины инвестиций

Инвестиции в основной капитал в 1 кв. 2011 г. по источникам финансирования*

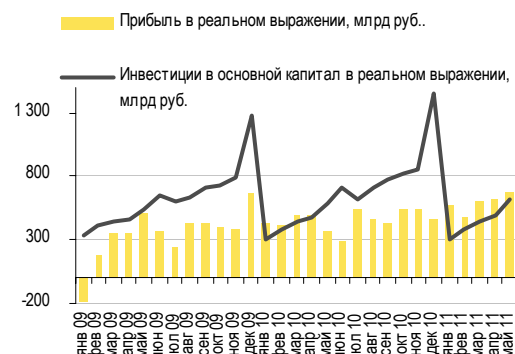
	Млрд руб.	Доля, %
Внутренние источники	465	49
Прибыль	173	18
Амортизация	244	26
Внешние источники	492	51
Банковские кредиты	67	7
Займы в других организациях	47	5
Бюджетные средства	128	13
Другие	248	26
Суммарные инвестиции	957	100

* Крупные и средние предприятия

Источники: Росстат

Рост прибылей, похоже, не сказывается на размере инвестиций

Прибыль компаний* и инвестиции в основной капитал в реальном выражении в ценах января 2009 г.



Источники: Bloomberg

Неопределенность относительно величины повышения регулируемых тарифов побудила ключевые естественные монополии сократить объем инвестиций. Первые несколько месяцев каждого года традиционно проходят под знаком острой полемики о повышении регулируемых тарифов. В нынешнем году обсуждение проблемы отличалось особой остротой, поскольку правительство внесло предложение ограничить повышение тарифов прогнозным уровнем годовой инфляции 2012 г., равным 6%, тогда как ранее предполагалось повысить их намного более существенно, на 9–15%. Дискуссия приобрела публичный характер 21 апреля, когда премьер-министр Владимир Путин поручил Министерству экономического развития «изучить возможность» сдерживания роста регулируемых тарифов. Однако основные заинтересованные лица обсуждали идею ограничения роста тарифов с целью обуздания инфляции задолго до того, как она была вынесена на публику. Неопределенность относительно темпов повышения тарифов представляет существенную угрозу для EBITDA компаний, принадлежащих к регулируемым отраслям, таким как электроэнергетика и железнодорожный транспорт. С учетом этого компании названных отраслей предпочли отложить принятие основных инвестиционных решений до прояснения ситуации. Поскольку окончательное решение по тарифам пока не принято, связанная с этим неопределенность все еще отрицательно сказывается на инвестиционной активности естественных монополий.

Медленное восстановление реальных доходов населения ведет к сокращению объема инвестиций в секторе услуг. Согласно данным Росстата, по итогам 2009 г. объем выпуска в секторе недвижимости и услуг сократился на 7,2%, а в 2010 г. – еще на 1,2% (заметим, что состав сектора недвижимости и услуг по классификации ОКВЭД и структура индекса платных услуг, данные о котором представляет Росстат, существенно различаются). Поскольку в периоды ухудшения экономического положения объем инвестиций в основной капитал падает сильнее, чем производство, инвестиции в секторе недвижимости и услуг сократились еще более существенно: в 2009 г. – на 26,3%, а в 2010 г. – еще на 7,1%. Снижение инвестиционной активности в секторе усугубилось в 1 кв. 2011 г.: объем инвестиций сократился на 12,5% год к году. По нашему мнению, сокращение объема инвестиций в 1 кв. 2011 г. объясняется прежде всего увеличением отчислений в фонды социального страхования в начале года, что по итогам 1 п/г 2011 г. повлекло за собой падение реальных доходов населения на 1,3% год к году. В свою очередь, это привело к изменению структуры потребительских расходов и снижению потребительской уверенности. По итогам 1 кв. 2011 г. доля потребительских расходов, направляемая на услуги, снизилась до 27,3% с 28,2% годом ранее, а доля расходов на товары, соответственно, увеличилась до 72,7% с 71,8%. Из этого следует, что при падении располагаемых доходов население предпочитает потреблять больше товаров и меньше услуг. Это не могло не отразиться на показателях сектора, хотя рост выпуска в нем по итогам 1 кв. 2011 г. составил 3,8%. Потребительская уверенность в том же квартале упала на 3% (с -10% до -13%), то есть, по мнению потребителей, условия для совершения крупных покупок ухудшились.

Попытки правительства регулировать цены на топливо вызвало падение инвестиций в нефтехимической промышленности. В феврале 2011 г. цены на бензин и дизельное топливо стали резко расти вслед за существенным повышением цен на нефть из-за эскалации противостояния в арабских странах. В ответ на это правительство приняло решение ограничить рост цен административным путем, что обернулось дефицитом бензина во многих регионах в апреле–мае 2011 г. и резким падением производства топлива. По данным Росстата, рост выпуска в отрасли производства кокса и нефтепродуктов замедлился с 7,7% год к году в январе до почти полной остановки (рост на 0,8% год к году) в апреле 2011 г. Столкнувшись с масштабным дефицитом бензина и существенным увеличением экспорта нефти (экспорт бензина был, по сути, запрещен с целью преодоления его дефицита), правительство уже в мае отказалось от попыток ограничивать рост цен. После этого ситуация в секторе производства кокса и нефтепродуктов быстро пришла в норму: в июне производство выросло на 10,2% год к году. Тщетные попытки правительства регулировать цены на топливо привели к значительному сокращению выручки (в условиях интенсивного роста издержек), породив в марте–апреле 2011 г. неопределенность относительно будущей динамики цен на нефтепродукты. Все это больно ударило по финансовому положению нефтеперерабатывающих компаний, что, по-видимому, и стало причиной резкого падения объема инвестиций в основной капитал в нефтехимической отрасли. Помимо государственного вмешательства, сокращение объема капитальных инвестиций могло быть связано с завершением нескольких крупных инфраструктурных проектов, в том числе реконструкции Нижегородского НПЗ, а также сооружения ряда крупнейших объектов инфраструктуры (туннелей, мостов и новых железных дорог) и 30-процентным сокращением инвестиций РЖД в инфраструктуру сочинской Олимпиады в 2011 г.

Вялая динамика инвестиций в первые четыре месяца 2011 г. и растущие риски торможения развитых экономик побуждают нас понизить прогноз инвестиций в основной капитал на 2011 г. Следует признать, что резкое падение инвестиционной активности в 1 п/г 2011 г. стало следствием экономической политики правительства: увеличения отчислений в фонды социального страхования, попыток ограничить рост цен на бензин и неопределенности относительно повышения регулируемых тарифов. Тем не менее с мая 2011 г. инвестиционная активность динамично восстанавливается при поддержке цен на нефть, существенно выросших в феврале–апреле нынешнего года, общего восстановления экономики, мотором которого служит внутренний спрос, и значительного укрепления рубля в реальном выражении, способствующего снижению стоимости инвестиционного импорта. Мы считаем, что экономика справилась с шоками, вызванны-

ми политикой правительства в 1 кв., и во 2 п/г 2011 г. инвестиции в основной капитал покажут существенный рост, однако в свете резкого падения их объема в первые четыре месяца прежний прогноз инвестиций по итогам 2011 г., равный 10%, необходимо пересмотреть в сторону снижения – до 5,6%. При этом мы принимаем в расчет растущие риски торможения экономики в США и Европе. Поскольку и у европейцев, и у американцев крайне ограничены возможности применения мер экономической политики (бюджетно-налоговые стимулы исключены в силу огромных долговых проблем, а инструменты денежно-кредитной политики в ходе борьбы с кризисом применялись слишком интенсивно), вполне реальна угроза того, что в ближайшие годы экономика развитых стран будет расти крайне низкими темпами. И все же в настоящий момент мы оставляем в силе наш базовый прогноз на 2012 г. и последующие годы, поскольку одного квартала негативной статистики в США и Европе недостаточно для формирования устойчивого тренда. Хотя понижение прогноза инвестиций в основной капитал не может не сказаться на прогнозе основных макроэкономических индикаторов (ВВП, объем промышленного производства и импорт), на оценку темпов их роста это повлияет незначительно (изменение будет сопоставимо по размеру с погрешностями прогнозирования). Принимая во внимание благополучную макроэкономическую ситуацию в России, мы откладываем пересмотр макроэкономического прогноза по широкому кругу показателей на несколько недель, поскольку считаем, что за это время тенденции мировой экономики проявятся более четко.

Аналитическое управление

Руководитель управления

Константин Чернышев, che_kb@uralsib.ru

Заместитель руководителя управления

Вячеслав Смольянинов, smolyaninovv@uralsib.ru

Дирекция анализа долговых инструментов

Руководитель Дмитрий Дудкин, dudkindi@uralsib.ru

Стратегия

Вячеслав Смольянинов, smolyaninovv@uralsib.ru

Леонид Слипченко, slipchenkola@uralsib.ru

Нефть и газ

Алексей Кокин, kokinav@uralsib.ru

Юлия Новиченкова, novichenkova@uralsib.ru

Станислав Кондратьев, kondratievds@uralsib.ru

Макроэкономика

Алексей Девятов, devyatovae@uralsib.ru

Наталья Майорова, mai_ng@uralsib.ru

Ольга Стерина, sterinaoa@uralsib.ru

Электроэнергетика

Матвей Тайц, tai_ma@uralsib.ru

Банки

Леонид Слипченко, slipchenkola@uralsib.ru

Наталья Майорова, mai_ng@uralsib.ru

Наталия Березина, berezinana@uralsib.ru

Металлургия/Горнодобывающая промышленность

Дмитрий Смолин, smolindv@uralsib.ru

Анализ рыночных данных

Вячеслав Смольянинов, smolyaninovv@uralsib.ru

Василий Дегтярев, degtyarevwm@uralsib.ru

Дмитрий Пуш, pushds@uralsib.ru

Максим Недовесов, nedovesovmv@uralsib.ru

Телекоммуникации/Медиа/

Информационные технологии

Константин Чернышев, che_kb@uralsib.ru

Константин Белов, belovka@uralsib.ru

Минеральные удобрения/

Машиностроение/Транспорт

Артем Егоренков, egorenkovag@uralsib.ru

Долговые обязательства

Дмитрий Дудкин, dudkindi@uralsib.ru

Надежда Мырсикова, myrsikovav@uralsib.ru

Ольга Стерина, sterinaoa@uralsib.ru

Юрий Голбан, golbanyv@uralsib.ru

Антон Табах, tabakhav@uralsib.ru

Андрей Кулаков, kulakovan@uralsib.ru

Потребительский сектор/Недвижимость

Тигран Оганесян, hovhannisyan@uralsib.ru

Александр Шелестович, shelestovich@uralsib.ru

Редакционная 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

Анна Разинцева, razintsevaav@uralsib.ru

Степан Чургов, chugrovss@uralsib.ru

Управление продаж

МОСКВА

+7 (495) 788 0888

Лондон

+44 (0)20 7562 8012

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 2011